



Paulo Jorge Gonçalves Rodrigues

**Internacionalização, Mercado Cambial e a Gestão de Risco:
Estudo de Caso de uma Sociedade sujeita ao Risco Cambial**

**LISBOA
2015**



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO
Departamento de Mestrados

**Internacionalização, Mercado Cambial e a Gestão de Risco:
Estudo de Caso de uma Sociedade sujeita ao Risco Cambial**

Paulo Jorge Gonçalves Rodrigues

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão
para obtenção do Grau de Mestre em Gestão Financeira.

Orientadora: Professora Doutora Sacramento Costa

LISBOA
2015

Resumo

A internacionalização é um processo que engloba riscos. Sendo impossível eliminar todos os riscos, as empresas devem saber geri-los e controlá-los.

O risco cambial é um dos riscos que a empresa pode enfrentar na internacionalização. O risco cambial ocorre sempre que as empresas negociam em moeda diferente.

Este trabalho inicia-se pela identificação de conceitos do comércio internacional e a identificação dos riscos de forma a conhecê-los, para os avaliar e gerir. Seguidamente estudou-se o mercado cambial, compreendendo o risco cambial, os comportamentos que se podem adotar perante o risco e as técnicas para realizar a gestão e cobertura: técnicas internas e externas.

A aplicação empírica da temática analisada, foi realizada através de um estudo de caso de uma sociedade que opera em Angola e que está exposta ao risco cambial. Mediu-se o impacto nos seus resultados, estudou-se a aplicação de medidas de proteção para controlar o risco cambial.

Os resultados indicaram que teria sido benéfico para os resultados da empresa se escolhesse aplicar os instrumentos de proteção de risco cambial - futuros e opções. Foram colocados os resultados obtidos aos decisores através de entrevista, que validaram o seu benefício para a sociedade estudada.

Palavras-Chave: Comércio Internacional, Risco, Mercado Cambial, Gestão de Riscos, Derivados.

Abstact

The internationalization is a process that involves risks. It is impossible to eliminate all risks, the companies must learn to manage and control them.

Exchange risk is a risk that the company it can subjected in internationalization. Exchange risk occurs when companies trade in a different currency than you current currency.

This work begins with the identification of concepts of international market and the identification of risks in order to know them, to assess and manage. After was studied the forex market, including exchange risk, behaviors that can adopt to risk and techniques to realize hedging: internal and external techniques.

The empirical work, was carried out through a case study of a company that operates in Angola and is exposed to exchange risk. Measured the impact on its results, we studied the application of protective techniques to control the exchange rate risk.

The results indicated that would have been beneficial to the company's results if he chose to apply exchange risk hedging instruments - futures and options. The results were placed decision makers through interviews, which validated its benefit to society studied.

Keywords: International Market, Risk, Forex Market, Risk Management, Derivatives.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, quero agradecer à professora Doutora Sacramento Costa por ter aceite ser minha orientadora, pela ajuda prestada ao longo desse trabalho, através da disponibilidade em ter reuniões de orientação, bem como pelas sugestões e correções proposta que permitiram concretizar o meu objetivo de concluir esta dissertação.

O meu agradecimento também para o professor Henrique Morais. Uma vez que foi na frequência das suas aulas de finanças internacionais que ganhei o enorme gosto sobre a temática do risco e a sua gestão. Desde do momento que teve conhecimento do tema da minha dissertação sempre mostrou disponibilidade em ajudar-me na sua realização, dando conselhos que ajudaram a valorizar o meu trabalho.

Ao ISG - Instituto Superior de Gestão, com a realização desse mestrado, permitiu-me ganhar competências técnicas na área da gestão, que certamente serão uma base importante durante a minha vida profissional.

À sociedade *Alfa*, na pessoa do seu diretor financeiro e da coordenadora do departamento de contabilidade, por fornecerem e permitirem utilizar os dados para a realização da minha dissertação. Agradeço também a disponibilidade para a realização da entrevista pelo diretor financeiro.

O meu agradecimento especial aos meus pais pela educação, paciência durante esta fase e por sempre me incentivarem a estudar, tentar ser cada vez melhor tanto a nível pessoal como profissional e a procurar sempre novos objetivos para alcançar. Esta dissertação é mais um passo para um novo objetivo.

Muito Obrigado

Dedicatória

Dedico esta dissertação aos meus pais, Francisco Rodrigues e Lucília Gonçalves, porque sem o seu apoio não tinha sido possível a sua realização.

Simbologia e Abreviaturas

ABANC – Associação Angolana de Bancos

AICEP – Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal

AOA – Kwanza

AOK – Kwanza

AON – Novo Kwanza

AOR – Kwanza Reajustado

ATM – *At the Money*

BAI – Banco Angolano de Investimento

BCE – Banco Central Europeu

BIC – *Bank Identifier Code*

BNA – Banco Nacional de Angola

BPI – Banco Portugal de Investimento

CBOE – *Chicago Board of Options Exchange*

CBT – *Chicago Board of Trade*

CGD – Caixa Geral de Depósitos

CME – *Chicago Mercantile Exchange*

EUA – Estados Unidos da América

EUR – Euro

EURIBOR – *Euro Interbank Offered Rate*

FMI – Fundo Monetário Internacional

FOREX ou FX – *Foreign Exchange Market*

FRA – *Forward Rate Agreement*

GBP – *Great British Pound*

IBM – *International Business Machines*

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

INE Angola – Instituto Nacional de Estatística de Angola

ISGB – Instituto Superior Gestão Bancária

ITM – *In the Money*

LIBOR – *London Interbank Offered Rate*

LIFFE – *International Financial Future Exchange*

Modelo RAROC – Modelo *Risk Adjusted Return on Capital*
Modelo VaR – Modelo *Value-at-Risk*
OGE – Orçamento Geral Estado
OGR – Orçamento de Estado Retificativo
OTC – *Over-the-Counter*
OTM – *Out of the Money*
PIB – Produto Interno Bruto
RAI – Resultado Antes de Impostos
S&P – *Standard & Poor's*
SOFFEX – *Swiss Options and Future*
SWIFT – *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*
TC – Taxa de Juro Acordada
TL – Taxa de Liquidação
USD – *United States Dollar*
VAL – Valor Atual Líquido

Índice Geral

Introdução.....	1
PARTE I – Revisão da Literatura.....	2
1. Comércio Internacional.....	2
1.1. Introdução.....	2
1.2. Estratégias de Internacionalização.....	3
1.3. Formas de Internacionalização.....	6
1.3.1. Exportação.....	6
1.3.2. Modos Contratuais.....	7
1.3.3. Investimento Direto Estrangeiro.....	11
1.4. Formas de Liquidação em Operações de Comércio Internacional.....	12
2. Riscos no Comércio Internacional.....	14
2.1. Conceito de Risco.....	14
2.2. Tipos de Risco.....	15
2.2.1. Risco País.....	15
2.2.2. Risco Crédito.....	17
2.2.3. Risco da Taxa de Juro.....	18
2.2.4. Risco da Taxa de Câmbio.....	21
2.3. Gestão do Risco.....	21
2.4. Modelos de Avaliação e Análise de Risco.....	23
3. Mercado Cambial.....	26
3.1. Introdução.....	26
3.2. Características do Mercado Cambial.....	26
3.3. Funções do Mercado Cambial.....	28
3.4. Intervenientes do Mercado Cambial.....	28
3.5. Características da Taxa de Câmbio.....	29
3.6. Fatores Determinantes da Taxa de Câmbio.....	31
3.7. Operações Cambiais.....	32
3.7.1. Mercado Spot ou Transações à Vista.....	32
3.7.2. Mercado <i>Forward</i> ou Transações a Prazo.....	32
3.8. Risco Cambial.....	34
3.9. Comportamentos no Mercado perante o Risco Cambial.....	36
3.9.1. Cobertura de Risco (<i>Hedging</i>).....	36
3.9.2. Especulação (<i>Trading</i>).....	37
3.9.3. Arbitragem (<i>Arbitrage</i>).....	38
4. Gestão e Proteção do Risco Cambial através do Mercado de Derivados.....	38

4.1.	Introdução ao Mercado de Derivados	38
4.2.	Técnicas de Cobertura do Risco Cambial	40
4.2.1.	Técnicas Internas de Cobertura	40
4.2.2.	Técnicas Externas de Cobertura	43
PARTE II – CASO PRÁTICO		58
5.	Metodologia e Hipótese	58
5.1.	Apresentação da Empresa	59
5.2.	Angola.....	60
6.	Caraterização da Exposição ao Risco Cambial da Sociedade <i>Alfa</i>	63
6.1.	Evolução da Taxa de Câmbio	64
6.1.1.	Taxa de Câmbio USD/AOA	64
6.1.2.	Taxa de Câmbio EUR/AOA	65
6.2.	Avaliação dos Riscos da Empresa usando a metodologia do modelo de <i>Stress Test</i>	67
6.2.1.	<i>Stress Test</i> sobre a Taxa de Câmbio USD/AOA	67
6.2.2.	<i>Stress Test</i> sobre a Taxa de Câmbio EUR/AOA	69
7.	Técnicas de Gestão do Risco adequadas à Proteção Cambial da sociedade <i>Alfa</i> e os seus resultados.....	71
7.1.	Posição Base	71
7.2.	Proteção do risco cambial com uso de Técnicas Internas.....	73
7.3.	Proteção do risco cambial com uso de Técnicas Externas.....	74
7.3.1.	Resultados da proteção do risco cambial com o uso de Futuros	77
7.3.2.	Resultados da proteção do risco cambial com o uso de Opções	83
8.	Posição da Sociedade <i>Alfa</i> sobre os resultados estudados	93
Conclusão		96
Referências Bibliográficas.....		98
Webgrafia		99
Anexos:		
Anexo A – Etapas de Pagamento de Operações Internacionais		
Anexo B - Exemplos práticos com uso de instrumentos derivados		
Anexo C – Evolução diária das Taxas de Câmbio USD/AOA		
Anexo D – Evolução diária das Taxas de Câmbio EUR/AOA		
Anexo E - Questionário realizados ao diretor da Sociedade <i>Alfa</i>		

Índice de Figuras, Gráficos e Quadros

Índice de Figuras

Figura 1: Esquema de realização de um FRA.	19
Figura 2: Representação gráfica da posição no mercado à vista e no mercado de futuros, numa posição longa.	48
Figura 3: Representação gráfica da posição no mercado à vista e no mercado de futuros, numa posição curta.	49
Figura 4: Representação Gráfica de uma <i>Call Option</i>	52
Figura 5: Representação Gráfica de uma <i>Put Option</i>	53

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução da Taxa de Câmbio USD/AOA.	65
Gráfico 2: Evolução da Taxa de Câmbio EUR/AOA.	66
Gráfico 3: Evolução do valor a pagar em AOA em relação ao aumento da taxa de câmbio USD/AOA.	68
Gráfico 4: Evolução do valor a pagar em AOA em relação ao aumento da taxa de câmbio EUR/AOA.	70

Índice de Quadros

Quadro 1: <i>Rating</i> dos Países segundo as Agências de <i>Rating</i>	17
Quadro 2: Comportamento perante o risco cambial.	36
Quadro 3: Diferenças entre os contratos de futuros e os contratos a prazo (<i>forwards</i>).	44
Quadro 4: Diferenças entre os contratos de opções em mercado organizado e OTC.	50
Quadro 5: Notação da Dívida Externa de Longo Prazo.	60
Quadro 6: Variação Trimestral e Anual da Taxa de Câmbio USD/AOA.	64
Quadro 7: Variação Trimestral e Anual da Taxa de Câmbio EUR/AOA.	66
Quadro 8: <i>Stress Test</i> aplicado à Taxa de Câmbio USD/AOA e ao valor em dívida.	68
Quadro 9: <i>Stress Test</i> aplicado à Taxa de Câmbio EUR/AOA e ao valor em dívida.	70
Quadro 10: Balanço e Demonstração de Resultados da Sociedade <i>Alfa</i> a 31/08/2015.	71
Quadro 11: Peso da dívida em USD nas contas da sociedade <i>Alfa</i> em 31/08/2015.	72
Quadro 12: Peso da dívida em EUR nas contas da sociedade <i>Alfa</i> em 31/08/2015.	72
Quadro 13: Determinação das taxas de câmbio contratadas para o contrato de futuros e opções.	76

Quadro 14: Determinação das taxas de câmbio em USD e EUR para os prazos de três, seis e nove meses.....	76
Quadro 15. Resultados do uso do contrato de futuros (três meses) sobre a dívida em USD ...	77
Quadro 16. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	78
Quadro 17. Resultados do uso do contrato de futuros (seis meses) sobre a dívida em USD ...	78
Quadro 18. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	79
Quadro 19. Resultados do uso do contrato de futuros (nove meses) sobre a dívida em USD .	79
Quadro 20. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	79
Quadro 21: Resultado do uso do contrato de futuros (três meses) sobre a dívida em EUR.....	81
Quadro 22. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	81
Quadro 23: Resultado do uso do contrato de futuros (seis meses) sobre a dívida em EUR.....	82
Quadro 24. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	82
Quadro 25: Resultado do uso do contrato de futuros (nove meses) sobre a dívida em EUR...	82
Quadro 26. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	83
Quadro 27: Resultado do uso do contrato de Opções (três meses) sobre a dívida em USD	84
Quadro 28. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	84
Quadro 29: Resultado do uso do contrato de Opções (seis meses) sobre a dívida em USD	85
Quadro 30. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	85
Quadro 31: Resultado do uso do contrato de Opções (nove meses) sobre a dívida em USD ..	86
Quadro 32. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	86
Quadro 33: Resultado do uso do contrato de Opções (três meses) sobre a dívida em EUR	87
Quadro 34. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	88
Quadro 35: Resultado do uso do contrato de Opções (seis meses) sobre a dívida em EUR	88
Quadro 36. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	89
Quadro 37: Resultado do uso do contrato de Opções (nove meses) sobre a dívida em EUR ..	89
Quadro 38. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade <i>Alfa</i>	89
Quadro 39. Quadro-Resumo das técnicas aplicadas à exposição em USD da sociedade <i>Alfa</i> .	91
Quadro 40. Quadro-Resumo das técnicas aplicadas à exposição em EUR da sociedade <i>Alfa</i> .	92

Introdução

A economia de um país deve ser observada através de uma visão mundial. A necessidade de as empresas aumentarem as suas redes de negócios podem ser resultado de diversas motivações, como a aquisição ou venda de produtos e/ou serviços que não existam no mercado (ou existam de forma reduzida), obter vantagens comparativas que devem ser aproveitadas, excesso de concorrência interna ou oportunidades de crescimento e desenvolvimento.

Apesar das inúmeras vantagens que a internacionalização oferece aos seus intervenientes, apresenta vários tipos de risco associados, sejam eles financeiros, operacionais ou de outra qualquer forma. Importa também salientar, que o risco existe em qualquer atividade exercida, sendo impossível evitar totalmente o risco. Como é uma utopia evitar totalmente o risco, o objetivo das empresas é o de garantir que o risco fica controlado e deste modo não colocar em causa o próprio negócio.

No contexto atual, a gestão do risco ganha cada vez mais importância nas empresas, com os seus gestores a apresentarem uma maior preocupação em realizar uma gestão eficaz e eficiente do risco, de modo a otimizar valor para a empresa. Na última década verificou-se uma grande evolução nas técnicas de proteção de risco, oferecendo um conjunto mais alargado de possibilidades, para responder às necessidades cada vez mais específicas dos intervenientes no mercado.

Esta dissertação tem como objetivo, uma análise teórica sobre a forma como as empresas podem realizar o processo e a atuação em mercados internacionais, os riscos inerentes e quais as técnicas que podem adotar para uma eficaz proteção do risco. Dos riscos existentes no mercado, será dado ênfase sobre o risco cambial e à sua gestão. Por fim, numa aplicação empírica será realizado um caso prático, estudando uma empresa que está exposta a uma situação de risco cambial através da metodologia de estudo e da realização de entrevista com os responsáveis quanto aos resultados obtidos.

Para executar os objetivos propostos, a dissertação ficará dividida em duas partes. A parte I será uma revisão da literatura, na parte II será realizado o estudo do caso prático.

A parte I está dividida em três temas:

O capítulo 1 - **Comércio Internacional** - apresenta uma introdução geral sobre o tema. Antes de mencionar a temática do risco é importante perceber quais as suas estratégias e atuações no mercado internacional; O capítulo 2 - **Risco** - realiza uma introdução ao risco e à avaliação do seu impacto nos resultados da empresa. Debruça-se sobre alguns dos riscos

existentes no mercado; Os capítulos 3 e 4 - **Mercado Cambial e Gestão do Risco** - são o tema central da dissertação, onde se estuda o mercado cambial com todas as suas características, o risco cambial e quais as técnicas de cobertura que as empresas podem optar.

A parte II está dividida em três temas:

O capítulo 6 - **Avaliação do Risco** - apresenta um estudo sobre a evolução da taxa de câmbio USD/AOA e EUR/AOA no período de 01/01/2013 a 31/08/2015. Realiza uma avaliação do risco cambial que a sociedade estudada está sujeita através de técnicas de avaliação do risco; O capítulo 7 - **Aplicação de Técnicas de Gestão do Risco Cambial** - realiza o estudo com a aplicação de técnicas de proteção de modo a validar o benefício do seu uso e como estes influenciam os resultados da sociedade; No capítulo 8 - **Posição da Sociedade Alfa** - através de uma entrevista realizada com o diretor da sociedade, apresenta-se os resultados obtidos e obter a apreciação do diretor dos mesmos.

PARTE I – Revisão da Literatura

1. Comércio Internacional

1.1. Introdução

O comércio internacional consiste nas trocas de bens e serviços realizadas pelos países além das suas fronteiras. A sua existência sempre esteve presente ao longo da história, mas a sua importância económica e social está numa fase crescente nas últimas décadas, relacionada entre outros fatores, com o fenómeno da globalização.

O fenómeno da globalização tem sido caracterizado pela redução de barreiras alfandegárias, dos custos de transportes e do desenvolvimento dos meios de informação - com maior foco na internet -, a qual permite que as relações entre as empresas sejam cada vez maiores e mais rápidas, facilitando a comunicação, mesmo que estejam separadas por milhares de quilómetros (AICEP, 2013).

A internacionalização proporciona uma fonte de oportunidades e surge cada vez mais como um dever para as empresas que querem desenvolver as suas perspetivas comerciais e aumentar as suas condições de sustentabilidade a médio e longo prazo. Numa perspetiva de mercado, a internacionalização permite as empresas passarem de um mercado nacional limitado para um mercado mundial onde, além das oportunidades existentes, vê aumentar em vários milhões os potenciais consumidores, proporcionando a redução da dependência do mercado doméstico onde estão inseridas (AICEP, 2013).

Assim, as motivações associadas ao processo de internacionalização estão relacionadas com o acesso a novos mercados, produtos e matérias-primas, recursos especializados, reforço de redes de cooperação e de competências tecnológicas. Este alargamento de oportunidades, aumenta simultaneamente a concorrência a que as empresas estão sujeitas, porque além da concorrência interna, passarão a sofrer da concorrência de competidores de todo o Mundo, uma consequência da entrada num mercado mundial.

Considerando a agressividade concorrencial, as empresas estão obrigadas a uma reorientação da sua estratégia global, para uma correta definição da sua atuação nos mercados. A internacionalização é um processo que implica bastante tempo e vastos recursos financeiros e humanos, não devendo ser uma compensação para algum insucesso interno ou por um excesso de *cash-flows*.

A internacionalização normalmente é um processo que atravessa várias etapas, como o conhecimento do mercado, a obtenção de competências e de posições competitivas fortes de forma a obter sinergias para desenvolver uma política estruturada para o crescimento e fixação no comércio internacional (AICEP, 2013).

Assim o nível de envolvimento da empresa no processo de internacionalização é um fator importante, porque não basta detetar uma boa oportunidade, é fundamental dispor de recursos materiais, humanos e financeiros para transformar uma oportunidade numa vantagem competitiva.

Geralmente, a primeira abordagem ao mercado internacional é realizada através das exportações, constituindo uma forma de aprendizagem, além de apresentar um custo de operação baixo e um risco reduzido. Normalmente, a entrada no comércio internacional deve ser gradual, permitindo a obtenção de competências, conhecimento dos mercados e uma posição externa mais forte. Mas nos últimos anos, com o surgimento das *Born Global Firms*¹, os tempos de aprendizagem tem sido reduzidos, porque estas empresas conseguem ter um enorme êxito desde a criação e são essencialmente empresas cuja a grande aposta é na inovação.

1.2. Estratégias de Internacionalização

Segundo Porfirio (2003), a internacionalização de uma empresa pode ser realizada de duas formas. Com um carácter fundamentalmente financeiro ou de cariz operacional (do seu

¹ *Born Global Firms* pode ser definido como "uma organização empresarial que, desde da criação, procura obter vantagem competitiva significativa com a utilização de recursos e da venda em vários países" (Oviatt & McDougall, 1994). A característica que distingue as *Born Global Firms* das empresas tradicionais é que suas origens são internacionais onde começam com uma visão do mundo e a desenvolver as estratégias necessárias para expandir no exterior.

negócio). Apesar de serem estratégias diferentes, elas não são exclusivas, isto é, é possível que estes dois tipos de estratégias se verifiquem em simultâneo.

A **internacionalização financeira**, normalmente acontece de duas formas: A primeira ocorre quando as empresas recorrem aos euromercados² para satisfazer as suas necessidades. A segunda forma é adquirir participações financeiras, de controlo ou não, em empresas externas, com objetivos para além dos meramente especulativos.

A **internacionalização operacional** consiste no alargamento do âmbito negocial da empresa através da entrada no mercado internacional. Assim, internacionalizar o negócio é um projeto com diversas modalidades - exportação, modos contratuais ou investimento direto. Normalmente é realizada através de diferentes fases, que podem ter a sua origem por vontade da empresa ou por obrigação, por vezes relacionada com uma questão de sobrevivência (AICEP, 2013).

A estratégia é realizada individualmente, ou seja, cada empresa possui características e realidades próprias e a partir desse ponto deve definir a sua estratégia. Apesar da estratégia ser individualizada, segundo Porter (1980) é possível definir estratégias genéricas, onde qualquer empresa deverá eleger uma das seguintes opções: a liderança em custos, a diferenciação ou o foco num segmento específico.

Porter (1980), define as estratégias genéricas devem, entre outras, definir a estratégia competitiva como ações ofensivas e defensivas com o objetivo de apresentar soluções para as cinco forças competitivas³ e oferecer uma posição sustentável no mercado a longo prazo.

Com uma estratégia assente no **custo**, a empresa deve produzir em grande quantidade e tentar a minimização dos gastos de fabrico, divulgação e distribuição do produto, sendo o fator preço um dos principais atrativos para o consumidor. Se a escolha for pela **diferenciação**, a empresa investe forte na imagem e na marca, com o objetivo do seu produto ou serviço ter uma diferenciação evidente para os consumidores, face à concorrência. Na estratégia com o objetivo no **foco**, a empresa escolhe um segmento específico e dessa forma oferece um produto ou serviço único aos seus clientes. A oferta é realizada por diferenciação ou pelo custo.

² Mercado que possibilita emprestar moedas fora de seus países de origem. O Euromercado oferece às empresas multinacionais uma oportunidade externa de empréstimo com pequena regulamentação governamental. Oferece também uma oportunidade de emitir títulos de dívida ou obter empréstimos fora de seus mercados nacionais, com custos inferiores.

³ Cinco forças competitivas, segundo Porter, são o que podem afetar qualquer empresa que produz um serviço ou um produto, sendo necessário considerar estas forças de modo a garantir sucesso do negócio. As cinco forças são os Concorrentes, Novos entrantes, Produtos Substitutos, Fornecedores e Clientes.

A escolha dessas estratégias apresenta riscos. A excessiva necessidade de fabricação ou a entrada de um concorrente com nova tecnologia ou os processos que ganhe uma parcela significativa do mercado são os riscos associados a estratégia de liderança de custos. Na estratégia de diferenciação, os riscos podem existir pela diferenciação excessiva, preço muito elevado ou por um foco exagerado no produto que faça ignorar os desejos dos consumidores. Por fim, na estratégia no foco, o risco associado é de que o segmento escolhido não proporcione os clientes que permitam à empresa operar.

Outra decisão importante a realizar pela empresa é a escolha das necessidades que vai satisfazer e, por consequência, os produtos ou serviços que vai vender aos clientes. Esta escolha pode ser analisada através da matriz produtos-mercados, também conhecida como a matriz de *Ansoff*⁴.

Quando a empresa escolhe entrar num novo mercado, na sua estratégia de internacionalização pode decidir-se por produtos/serviços já existentes - Extensão de Mercados - ou pelo desenvolvimento de produtos/serviços específicos para novos mercados - Diversificação. Conforme descrito por Porfirio (2003) estas estratégias podem ser definidas como:

A **extensão de mercados** é uma estratégia que tem por base a escolha por produtos já existentes na empresa e tem por objetivo conquistar quota de mercado. Com o produto já desenvolvido, o *marketing* assume o principal papel nesta estratégia. Consoante o produto/serviço, podem existir dois tipos de razões que levam as empresas adotarem por esta estratégia: os produtos são “empurrados” para o exterior ou são “puxados” para o exterior.

O produto é “empurrado” para o exterior quando no seu mercado nacional já atingiu a sua maturidade e se encontra numa fase descendente, perdendo quota no mercado, mas externamente existe uma provável aceitação do produto. Quando o produto é “puxado” para o exterior, há um menor risco associado, porque existem a necessidade nos mercados externos que não são satisfeitas pelos fornecedores locais ou a empresa possui um produto exclusivo com grande aceitação neste mercado.

Na **diversificação** para novos mercados, a empresa desenvolve uma estratégia que se baseia na criação de novos produtos. A diversificação apresenta um carater mais arriscado, porque inicia a comercialização de novos produtos num mercado externo sem que antes tenha

⁴ A Matriz de *Ansoff* é um modelo utilizado para determinar oportunidades de crescimento de negócio de uma organização. A matriz é uma forma de representar algumas formas que poderiam melhorar o negócio de uma organização por meio de quatro estratégias distintas: penetração de mercado, desenvolvimento de mercado, desenvolvimento de produto e diversificação pura (Mintzberg & Quinn, 2001).

adquirido as competências e experiência resultantes da comercialização no mercado interno. Obriga a empresa a obter a experiência no mercado que desconhece, incorrendo maiores riscos.

Nesta estratégia, os gestores assumem um papel importante, porque só com uma plena visão do mercado, da própria empresa e das estratégias delineadas para atuação nestes mercados, é possível que haja condições para que possa existir um controlo eficaz e eficiente do processo.

1.3. Formas de Internacionalização

A internacionalização é uma escolha por parte da empresa, fazendo parte da sua estratégia integrante. A empresa mediante o tipo de envolvimento (humano, técnico e financeiro) pretendido no processo, da aceitação de um maior ou menor risco, deverá escolher que modo será utilizado para explicar as suas estratégias e conseguir a sua expansão internacional (Porfirio, 2003).

O modo de internacionalização pode abranger diversas formas, mas podem ser agrupadas em três grandes grupos: exportações, modos contratuais e investimento direto estrangeiro (AICEP, 2013), (Silva *et al.*, 2013).

1.3.1. Exportação

A exportação é utilizada como uma primeira abordagem aos mercados internacionais. Existe uma preocupação inicial em minimizar os riscos de entrada em novos mercados devido ao seu reduzido conhecimento, à falta de experiência ou a escassez de recursos humanos qualificados. A exportação oferece um processo de aprendizagem forte porque proporciona custos de operação iniciais mais baixos e menos riscos além de ser um embrião para adotar formas mais sofisticadas de internacionalização (AICEP, 2013).

A entrada no comércio internacional através das exportações acontece de duas maneiras: exportação direta, quando os bens/serviços são vendidos diretamente a clientes no exterior ou exportação indireta, quando existe a utilização de um intermediário para a venda dos bens/serviços ao exterior.

A **exportação direta** de acordo com o guia do AICEP (2013) e Silva *et al.* (2013) acontece quando a própria empresa vende diretamente ao comprador no exterior. Esta situação pode surgir de forma passiva - na sequência de solicitações - ou de forma ativa - através de ações comerciais ou promocionais junto de potenciais clientes.

A exportação direta apresenta como vantagens uma maior informação sobre o mercado, um controlo maior dos canais de distribuição e um controlo total ou quase total da estratégia de *marketing*. As desvantagens apontadas a este tipo de exportação são as dificuldades na entrada nos mercados, maiores custos na estrutura da empresa, um risco superior de perdas e a necessidade de conhecimento da informação e documentação necessária do processo de exportação.

A **exportação indireta**, segundo os mesmos autores, ocorre quando a empresa recorre a intermediários, localizados no país de origem, para venda da sua mercadoria. A facilidade de inserção nos mercados é a principal vantagem deste tipo de exportação. Os gastos reduzidos na comercialização, a eliminação das pesquisas de mercados e a possibilidade de redução de custos financeiros de vendas a prazo (em norma, as operações são liquidadas a curto prazo pelos intermediários), são outras das vantagens atribuídas.

Como desvantagens, apresenta o menor controlo e informação sobre o funcionamento do mercado externo, ausência de uma estratégia própria de entrada, dificuldade em avaliar o desempenho da empresa na área comercial, margem de lucro reduzida (na maioria das vezes os preços para a exportação são menores do que no mercado interno) e uma relação distante com o cliente final. Os intermediários associados à exportação indireta, normalmente são *trading companies*⁵, empresas comerciais exclusivamente exportadoras, centrais de compras ou empresas industriais que atuam comercialmente com produtos de terceiros.

1.3.2. Modos Contratuais

Segundo o descrito pelo AICEP (2013), os modos contratuais são utilizados maioritariamente quando se trata de exportar serviços, *know-how*, direitos de propriedade industrial ou o negócio. Existem variados modos contratuais, mas os mais comuns são o licenciamento, *franchising*, contratos de gestão e *joint ventures*.

• Licenciamento

O licenciamento é um acordo pela qual uma empresa atribui a outra o direito de utilizar os seus conhecimentos - *know-how* - ou de explorar os direitos de propriedade industrial - marcas, patentes ou modelos - e recebe como compensação, um pagamento.

Estes contratos possibilitam à empresa explorar internacionalmente os seus direitos de propriedade industrial sem assumir a responsabilidade do fabrico e comercialização dos

⁵ *Trading Companies* são empresas comerciais que atuam como intermediárias entre as empresas vendedoras e compradoras, numa operação de exportação e/ou importação. Apresenta vantagens, principalmente para empresas que não dispõem de uma estrutura própria para o comércio externo, devido ao seu *know-how*, contatos e operações de liquidação e financiamento.

produtos, além de reduzir os riscos de entrada e de desenvolvimento, visto que estes são assumidos pelo parceiro local, o licenciado.

O contrato de licença supõe que a empresa dispõe de patentes e/ou marcas registradas no país alvo e de conhecimentos específicos em produção ou na área comercial para uso do licenciado local. Estes contratos, na maioria dos casos, incluem cláusulas contratuais⁶ que servem para salvaguardar sua posição e assim minimizar o risco do licenciado se tornar um concorrente.

As formas de pagamentos do licenciamento são os pagamentos fixos, que podem ser escalonados no tempo, honorários - afetos às prestações de assistência técnica e de formação do pessoal - ou royalties. Os *royalties* correspondem a uma percentagem do valor das vendas dos produtos e têm como principal característica a convergência de interesses, porque tanto o licenciador como o licenciado estão interessados em que as vendas sejam mais elevadas.

Em suma, os contratos de licenciamento apresentam como vantagens um baixo risco de entrada, um reduzido compromisso financeiro, promoção da marca, libertação de recursos para outros investimentos, possibilidade de testar o mercado alvo para posterior investimento direto e a possibilidade de identificação de parceiros adequados para uma colaboração futura.

Como desvantagens tem o risco da criação de um concorrente, a deterioração da imagem da marca (caso o licenciado não satisfizer as normas de qualidade), custos de adaptação da tecnologia às condições locais ou dificuldade de controlo do comportamento do licenciado.

• **Franchising**

O *franchising* é a forma contratual mais conhecida entre os consumidores, com variados exemplos bastantes conhecidos, como a *McDonalds* ou a *Pizza Hut*.

O *franchising* consiste num acordo em que uma empresa de sucesso comprovado - franchisador - cede a outra - franchisado - o direito de explorar o seu conceito de negócio, permitindo-lhe utilizar a marca e ensinamentos do seu modelo de gestão e *know-how*, em unidades comerciais (AICEP, 2013).

O *franchising* tem como principal vantagem a possibilidade de uma rápida entrada nos mercados com um controlo elevado em atividades replicáveis internacionalmente, isto é, a possibilidade de replicar o modelo de negócio amplamente testado em vários países. Outras vantagens são o baixo risco de entrada no mercado, explorando um método estandardizado de

⁶ Algumas das cláusulas contratuais, podem ser: restrições às exportações e ao fabrico de produtos concorrentes, controlo de qualidade dos produtos, comunicação de melhoramentos em tecnologia e nos produtos ou o acesso a contabilidade do licenciado.

marketing, a rapidez de expansão internacional da rede e o aproveitamento dos conhecimentos que o franchisado tem do mercado e dos hábitos de compra dos consumidores locais.

A possibilidade de travar o crescimento do negócio em contextos diferenciados, devido a standardização, a possibilidade de criar concorrentes, a necessidade de dispor de uma imagem e de um conceito de negócio testados e replicáveis, a dificuldade de adaptação a culturas diferentes e a exigência de qualidade na seleção dos franchisados.

O *franchising*, para ter sucesso, deve assentar sobre quatro fatores críticos: uma imagem internacionalmente replicável e atrativa capaz de atrair os consumidores; um serviço standardizado que permite ao consumidor conhecer previamente o seu funcionamento; uma relação contínua e de interajuda entre franchisador e franchisado; e um território definido para a operação do franchisado.

Segundo o mesmo guia do AICEP (2013) os modelos de gestão que o franchisador poderá optar são de dois tipos: o *franchising* direto e o *master franchising*.

O ***franchising* direto** consiste numa negociação direta entre franchisador e franchisado, onde controlo da operação é responsabilidade de cada franchisado. O risco deste modelo envolve as dificuldades de centralização da informação pelo franchisador, de atrair novos recursos e do controlo eficaz de cada franchisado.

O ***master franchising*** é uma resposta ao problema da opção anterior, onde o franchisador atribui a responsabilidade pelo desenvolvimento e gestão do negócio nos países/regiões a um intermediário, nomeado como *master franchisee*. A sua missão será encarregar-se da seleção dos franchisados, do controlo da atividade e da prestação de apoio na região atribuída. O pagamento consiste num pagamento inicial (normalmente avultado) e numa contribuição de gestão - *management fee* - baseada nas vendas realizadas. Os principais riscos são a possibilidade de o *master franchisee* se tornar um concorrente direto ou de não prestar apoio adequado aos franchisados.

• Contrato de Gestão

O contrato de gestão é um acordo pelo qual o controlo operacional de uma empresa é assumido por um terceiro, que se responsabiliza a gerir o negócio em troca de uma remuneração, ou seja, combina *know-how* local e estrangeiro (AICEP, 2013).

Este tipo de contrato é realizado para ultrapassar incapacidades ou falta de competências da empresa em gerir de modo eficiente a sua gestão operacional. Outra função atribuída é de

ajudar a contornar situações em que a legislação de um país obriga a que o capital (total ou maioritário) seja detido por entidades locais.

A possibilidade de entrada em mercados atrativos, a ultrapassagem de riscos políticos e a ligação com outros modos de operação são as suas vantagens. As dificuldades em controlar totalmente as operações da empresa (por norma, as administrações não permitem à gestão externa a possibilidade da decisão final em atividades não operacionais), a possibilidade de interferência governamental, a dependência financeira do contratante ou mesmo diferentes perspectivas entre parceiros são alguns dos riscos que podem surgir com a sua utilização.

Sendo utilizados em diversas atividades, os contratos de gestão são-no, em grande maioria, de três grandes grupos: hotelaria - permite assegurar a sua gestão por uma cadeia internacional especializada; gestão de infraestruturas pesadas - casos de portos marítimos ou aeroportos; exploração mineira - casos de o subsolo ser considerado como propriedade pública (AICEP, 2013).

As formas de pagamento dos contratos de gestão podem ser através de um pagamento básico - fixo ou variável -, de incentivos - definidos pela administração através de objetivos alcançados - ou pagamentos por serviços extra - não cobertos pelo pagamento básico, como formação, promoção ou *marketing*.

• ***Joint Ventures***

Segundo Porfírio (2003) as *joint ventures* ou alianças são um conjunto de acordos (formais ou informais) entre empresas. Caracterizam-se pela reciprocidade ou pela união de esforços e de competências entre as empresas, de forma a diminuir custos e riscos associados a este tipo de projeto.

Para o mesmo autor e AICEP (2013) as alianças, na ótica de entrada nos mercados internacionais mais significativas são:

- Acordos de distribuição conjunta: permitem à empresa com produtos complementares e/ou concorrentes agruparem esforços para ganhar capacidade ou economias de escala para entrar em mercados internacionais, permitindo reduzir custos e riscos internacionais;

- Redes de distribuição conjuntas: cooperação entre parceiros que permitem implementar redes próprias de distribuição no exterior, partilhando custos e riscos e beneficiando da presença conjunta nestes mercados;

- Acordos de comercialização recíproca: num regime de reciprocidade permite que o parceiro assegure a comercialização dos produtos do outro no seu território. Oferece às

empresas com recursos limitados, mas com produtos complementares a possibilidade de beneficiar dos canais de distribuição do parceiro;

- Acordos de especialização da produção: acordo entre várias empresas que, repartindo a produção por produtos e/ou processos, procuram aprofundar competências e explorar vantagens da especialização em áreas complementares, ganhando competitividade internacional.

As *joint ventures* apresentam alguns riscos. A possibilidade de problemas de coordenação, objetivos e perspectivas de negócios diferentes, risco de fornecer informações a concorrentes, erosão da posição competitiva individual ou dificuldade de sustentação da base de confiança entre parceiros.

1.3.3. Investimento Direto Estrangeiro

O investimento direto estrangeiro (IDE) é a forma de entrada no mercado externo mais complexa, envolvendo maiores custos financeiros e riscos para as empresas (Porfírio, 2003). Geralmente as empresas precisam de adquirir uma quantidade apreciável de ativos - maquinaria, mobiliário ou mesmo edifícios/terrenos - no país de destino, bem como possuir uma força de trabalho no local, constituída por colaboradores locais ou por trabalhadores enviados da sede. Devido aos elevados investimentos efetuados, as empresas tornam-se mais suscetíveis aos riscos existentes, como o risco político, cambial ou económico⁷.

A complexidade e os elevados recursos necessários obrigam a que a escolha seja devidamente avaliada, de modo a aproveitar uma oportunidade de crescimento e simultaneamente evitar que seja uma ameaça à sobrevivência da empresa. Os recursos avaliados devem ser internos - financeiros, humanos e de organização empresarial - e externos - relacionados com o país de destino como a taxa de crescimento, modo de acesso a recursos e fatores de produção, custos de financiamento e a política fiscal do país.

A avaliação final deve ser realizada na perspetiva da empresa-mãe, sendo realizada através de indicadores de viabilidade, como é o caso do valor atual líquido (VAL)⁸. É necessária uma análise cuidada porque pode à nível local o projeto apresentar um VAL negativo, mas as margens de venda dos produtos exportados pela empresa-mãe compensem totalmente o valor negativo do projeto. (AICEP, 2013)

⁷ A temática dos riscos no comércio internacional será abordada no ponto 2 – Riscos no Comércio Internacional.

⁸ O VAL é um indicador de viabilidade que tem como objetivo avaliar a viabilidade de um projeto de investimento através do cálculo do valor atual de todos os seus *cash-flows*.

O IDE pode assumir as formas de aquisições de empresas ou de um investimento de raiz (AICEP, 2013).

As **aquisições de empresas** consistem em adquirir empresas estabelecidas no país, garantindo uma base sustentada de negócios e uma equipa de trabalhadores. Entretanto é necessário ter em atenção alguns aspetos como uma correta avaliação da situação patrimonial e financeira (devido a critérios diferentes entre os países), a adaptação da equipa de gestão à empresa, as sinergias ou falta delas entre novos e os atuais membros da equipa de gestão.

O **investimento de raiz** é a forma mais avançada de internacionalização. Consiste na criação de unidades produtivas de raiz, tendo associados investimentos elevados. Este investimento pode ser realizado onde a empresa adquire um terreno, constrói o edifício e explora a unidade como proprietária, até esta deixar de ser viável.

1.4. Formas de Liquidação em Operações de Comércio Internacional

O comércio internacional envolve o estabelecimento de relações comerciais com parceiros. Por vezes as informações comerciais são reduzidas ou pouco fiáveis o que implica um risco de liquidação. Este risco que pode colocar um entrave à realização do negócio, assim a correta definição dos riscos envolvidos no negócio e a segurança obtida na liquidação são fatores importantes para a empresa que se pretende internacionalizar.

A forma de liquidação escolhida dependerá do nível de relacionamento entre as partes. Segundo Porfírio (2003) quando existe um maior nível de conhecimento entre o exportador e o importador é usual utilizarem-se formas de liquidação simples. Se a relação de confiança não existe e o exportador procura o máximo de segurança no recebimento utiliza formas de liquidação documentárias⁹.

• Formas de liquidação simples ou direta

Quando a escolha incide numa liquidação direta isso significa que existe uma relação de confiança sólida entre as partes, que surge habitualmente de um longo relacionamento ou por referências positivas do mercado.

De acordo com Porfírio (2003) a principal característica de uma operação de liquidação direta é que o importador, em regra, fica na posse efetiva da mercadoria antes de ter efetuado o seu pagamento, ou seja, não assumiu um compromisso formal sobre a mercadoria. Nestas operações, a intervenção das instituições financeiras é reduzida, servindo apenas de

⁹ No anexo A, podem-se verificar as etapas que os processos de liquidação passam até a sua conclusão.

intermediárias durante o processo, sendo os encargos bancários menores devido à sua menor responsabilidade.

A liquidação simples pode assumir as seguintes formas: transferência bancária (SWIFT¹⁰), ordem de pagamento sobre o estrangeiro ou cheque bancário sobre o estrangeiro. Em termos formais são semelhantes, mas a sua realidade comercial, tem de ser observada de maneira diferente, principalmente pela morosidade que um pagamento por cheque apresenta ou pelos encargos bancários diferenciados entre as formas de pagamento.

• Formas de liquidação documentária

Sempre que a confiança entre o vendedor e o comprador não seja sólida, esta barreira deverá ser ultrapassada da melhor forma possível.

Segundo o mesmo autor, no momento da liquidação, a utilização de operações documentárias incute um maior nível de segurança, essencialmente por dois fatores. O primeiro está relacionado com a posse efetiva da mercadoria que só passará para o nome do importador, após boa cobrança (exceto no caso da remessa simples); o segundo fator envolve a intervenção das instituições financeiras, que assumem um papel mais interveniente e de maior responsabilidade sobre a operação, implicando simultaneamente um maior encargo financeiro.

As formas de liquidação documentária são as remessas simples, remessas documentárias e créditos documentários. Sendo operações que envolvem alguma complexidade, e não sendo o tema central desta dissertação, as formas de liquidação documentárias irão ser abordadas resumidamente, de forma sucinta, como a seguir se apresenta.

A **remessa simples** é a forma mais básica de uma operação documentária, que envolve uma menor segurança para o vendedor, porque o importador na prática pode ficar na posse efetiva da mercadoria antes do pagamento da mesma. A razão de serem mais utilizadas do que as formas de liquidação simples estão relacionadas com a associação de letras de câmbio. As letras de câmbio são um documento oficial comprovativo de uma dívida e daí inspirar maior confiança ao vendedor que se sentirá mais salvaguardado no caso de incumprimento por parte do comprador.

A utilização de **remessas documentárias** é um processo que oferece uma maior segurança devido à participação mais acentuada das instituições financeiras. O exportador

¹⁰ O SWIFT, ou *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*, é uma entidade que gere os códigos que permitem a identificação de um banco, códigos esses denominados por *Bank Identifier Code* (BIC).

adquire a garantia de que a mercadoria só vai entrar na posse efetiva do comprador, após este ter efetuado o pagamento ou aceite os saques sobre ele.

Segundo Porfírio (2003) os **créditos documentários** são a melhor solução quando o objetivo central é a segurança, sendo bastante utilizados quando o importador e o exportador são desconhecidos, quando efetuam um negócio numa situação isolada ou sempre que o risco país o justifique.

O crédito documentário é uma “...operação através da qual um banco (banco emitente), a pedido de um seu cliente (ordenador/importador), garante ao beneficiário (exportador), em geral através de um banco no país deste último (banco notificador), o pagamento de um determinado montante, mediante a entrega de documentos, em ordem, relativamente a uma dada transacção comercial...” (Porfírio, 2003, p. 215).

O banco responsabiliza-se, numa primeira fase, por efetuar o pagamento, substituindo-se ao comprador. Destaca-se assim a principal e decisiva diferença entre o crédito documentário e as outras operações de liquidação mencionadas. Acresce uma segurança adicional para o exportador, aumentado simultaneamente o custo da operação devido à responsabilização por parte da instituição financeira.

2. Riscos no Comércio Internacional

2.1. Conceito de Risco

O conceito de risco significa uma “possibilidade de um acontecimento futuro e incerto; perigo”, segundo o dicionário de língua portuguesa *Infopédia*. Mas na gestão os conceitos têm uma interpretação distinta.

O risco será mencionado sempre que se consigam definir cenários futuros, aos quais se conseguem atribuir alguma probabilidade de ocorrência, enquanto na incerteza não é possível atribuir qualquer probabilidade minimamente fiável para a sua ocorrência, apesar que se possa tratar de um cenário futuro (Knight, 1921). Em conclusão, o risco pode e deve ser gerido enquanto a incerteza está relacionada com a sorte ou acaso.

Segundo Ross *et al.* (1995) sobre a tipologia, o risco é dividido em: risco não sistemático ou específico e risco sistemático ou de mercado.

O **risco não sistemático ou específico** é o risco inerente da própria empresa, de um sector ou de ativos específicos. É um risco particular, que pode ser minimizado ou mesmo

eliminado através da diversificação¹¹. Uma diversificação perfeita permite levar à eliminação deste risco ficando a empresa exposta somente sistemático. O **risco sistemático ou de mercado** é o risco que afeta as empresas como um todo, uma vez que se dissemina por toda a economia; sendo um risco efetivo de todos os ativos é impossível ser eliminado.

Não sendo possível excluir todo o risco nos negócios, nem definir um valor exato para as perdas ocorridas com este risco, é fundamental, numa fase inicial, definir a exposição de risco que a empresa está disposta a aceitar. Em resumo, gerir os riscos não significa evitá-los, porque é impossível, mas sim tentar identifica-los, analisá-los, avaliá-los e administrá-los de forma planeada e consciente.

2.2. Tipos de Risco

As empresas independentemente da sua escolha e nível de internacionalização, quer seja através de exportações, contratos ou IDE, estão sujeitas a variados riscos nas suas atividades internacionais.

Sobre a temática do risco e independentemente dos autores consultados, os riscos são agrupados de diversas formas, não existindo um organigrama único que agrupe os diversos tipos de risco. De forma a sintetizar a temática irão ser mencionados quatro dos riscos que podem afetar as empresas que se decidem internacionalizar, entre muitos outros existentes.

Os quatro riscos indicados são: risco país, risco de crédito, risco da taxa de juro e risco da taxa de câmbio.

2.2.1. Risco País

A empresa quando ingressa noutros países encontra, em muitos casos, uma realidade bem diferente da que está habituada no seu país de origem. Segundo Silva *et al.* (2013) além das questões culturais, as questões políticas, sociais e fiscais têm uma grande importância para a empresa quando decide internacionalizar o seu negócio.

O risco país está relacionado com a existência de instabilidade dos governos locais, as leis do país, as suas políticas fiscais, uma discriminação às empresas estrangeiras (com eventualidade de nacionalização dos ativos). Assim existe a possibilidade de que mudanças no país, implementadas pelos governos, provoquem efeitos sobre o valor da empresa no país, seja nos seus ativos, resultados ou dividendos.

¹¹ O efeito de diversificação é uma combinação entre vários ativos que permite à redução do risco. Os investimentos em ativos pouco correlacionados ou com correlações negativas (ou seja, quando um valoriza o outro desvaloriza) fará com que o efeito positivo de diversificação seja maior.

O risco país está muitas vezes associado a países em desenvolvimento, com democracias frágeis ou regimes políticos totalitários. Mas com a recente crise europeia, em especial no caso grego, fica comprovado que nenhuma região/país está livre desse risco e a empresa quando decide internacionalizar-se nunca deve descurar esse tema. Segundo o *The PRS Group* (2012)¹², o risco país é dividido em três tipos de risco: Risco Económico, Risco Financeiro e o Risco Político.

O **risco económico** identifica os fatores de performance económica do país, com base nas finanças públicas, balança de pagamentos, inflação e o crescimento económico e os efeitos que podem ter sobre os resultados das empresas. O **risco financeiro** deverá ser observado numa ótica macroeconómica e avalia as questões financeiras do país, como a liquidação dos compromissos financeiros e comerciais internacionais. Por fim, o **risco político** está relacionado com a credibilidade e estabilidade política que o país apresenta, as condições socioeconómicas, existência de conflitos, corrupção, segurança interna, as características da classe política (a possibilidade da presença de militares) e a burocracia.

Para a análise do risco país surgiu uma linha de informação especializada disponibilizada por agências de *rating*, como são o caso da *Moody's*, *Standard & Poor's* e a *Fitch Ratings*.

As agências de rating (ou de notação de risco) fornecem aos investidores informação facilmente assimilável, para ajuda na avaliação dos riscos associados a um determinado país ou investimento, indicando um nível de segurança oferecido pelos governos locais aos investidores (Porfírio, 2003). Essa classificação é feita através de notas representadas sob letras e sinais aritméticos dadas a partir de uma avaliação concedida pelas agências, onde uma notação baixa indica um elevado risco de crédito.

O quadro seguinte apresenta as notas de risco, de longo prazo, que as principais agências de *rating* utilizam para informar sobre os riscos dos países.

¹² O Grupo PRS, Inc., sediado nos EUA (Nova Iorque), foi criado em 1979, e é um dos líderes globais em análise de risco e previsão do risco país.

Quadro 1: *Rating* dos Países segundo as Agências de *Rating*.

Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Descrição
Aaa	AAA	AAA	Qualidade de Topo (<i>Prime</i>)
Aa1	AA+	AA+	Qualidade Elevada (<i>High Grade</i>)
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Qualidade Média Alta (<i>Upper Medium Grande</i>)
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Qualidade Média Baixa (<i>Lower Medium Grande</i>)
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Especulativa (<i>Non Investment Grade</i>)
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Altamente Especulativa
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Risco Substancial
Caa2	CCC	CCC	Extremamente Especulativo
Caa3	CCC-	CCC	Em incumprimento com hipóteses mínimas de recuperação
Ca	CC		
-	C		
C	D	DDD DD D	Em incumprimento

Fonte: Adaptado da *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings* (2015)

2.2.2. Risco Crédito

A concessão de crédito aos clientes é uma característica regular na realização dos negócios das empresas, sendo por vezes a única solução para conseguir vender os seus produtos. Mas o crédito concedido é acompanhado da possibilidade de a contraparte não cumprir a sua obrigação total ou parcial, ou seja, liquidar o crédito.

O risco de crédito é um risco muito importante, em especial para as instituições bancárias, mas no contexto da economia global, ganhou um papel significativo e de análise para as empresas. Apesar de existirem indicadores de medição de risco de crédito, a sua quantificação é difícil devido a que a generalidade dos negócios realizados ocorrem “fora do mercado”, ou seja, no campo das relações bilaterais entre as empresas (ISGB, 2005).

Segundo Porfírio (2003) a possibilidade desse incumprimento por parte do devedor (risco de contraparte) pode ser dividida em dois tipos: *Pre-settlement Risk* e *Settlement Risk* (ou risco de liquidação).

O *pre-settlement risk* surge do risco potencial onde uma das partes envolvidas não irá conseguir cumprir as suas obrigações, por exemplo, no caso de insolvência. O *settlement risk* ocorre quando uma das partes cumpre a sua obrigação previamente, mas a contraparte não cumpre a sua obrigação contratual.

2.2.3. Risco da Taxa de Juro

O risco da taxa de juro decorre das oscilações das taxas de juro nos mercados internacionais, que refletem o seu efeito nos resultados das empresas, originando ganhos ou perdas nas operações relacionadas com o seu ciclo financeiro e de tesouraria (Silva *et al.* 2015). Na prática, os ativos financeiros sujeitos a este risco terão uma oscilação no seu valor após a variação da taxa. O ponto central é a volatilidade e a oscilação das taxas.

Relativamente a tipologia como mencionado por Porfírio (2003), o risco de taxa de juro divide-se: risco de repricing, risco da curva da taxa de juro (*Yield Curve*), risco de base e risco de opção.

O **risco de repricing** é o risco relacionado com os ativos e passivos sujeitos a uma nova indexação de taxa (no caso de taxa variável) ou de novo vencimento (no caso de taxa fixa).

O **risco da curva da taxa de juro** ou *yield curve risk* é o risco que decorre das variações em várias secções da curva da taxa de juro, com impacto negativo no preço dos ativos e passivos da empresa, quando o seu valor depende do nível dessas taxas de juro no mercado.

O **risco de base** ocorre quando as taxas de juros dos ativos são remuneradas com indexantes diferentes das taxas dos passivos para o mesmo prazo de *repricing*. Exemplificando: ativos indexados à EURIBOR e os passivos à LIBOR ou se o indexante for o mesmo, mas os prazos são diferentes - ativos indexados à EURIBOR a 6 meses e passivos à EURIBOR a 3 meses.

O **risco de opção** decorre da inclusão de cláusulas de opção nos ativos e passivos das empresas. Convencionalmente, uma opção proporciona ao proprietário o direito, mas não a obrigação, de comprar, vender, ou de alguma maneira alterar o fluxo financeiro associado a um instrumento.

As empresas podem escolher métodos de proteção do risco da taxa de juro mais usuais com futuros, opções e *swaps*¹³, mas existem dois tipos de métodos com especial apetência para cobertura do risco da taxa de juro - *Forward Rate Agreement* (FRA) e os *Caps, Floors e Collars*.

- ***Forward Rate Agreement* (FRA)**

O FRA é um dos métodos mais utilizados e referenciados para as empresas se protegerem do risco da taxa de juro. O FRA constitui um contrato financeiro bilateral (entre a

¹³ Os *swaps* de taxa de juro (ou *Interest Rate Swap*) podem ser de dois tipos: *Coupon swap* ou *Basis Swap*. O *Coupon swap* consiste na troca de posições de taxa fixa para variável e vice-versa. O *Basis Swap* é a troca de uma taxa variável por outra igualmente variável, mas baseada num outro indexante (Porfírio, 2003).

empresa e a instituição financeira) que permite fixar a taxa de juro a ser praticada durante um certo período e que terá início numa data futura. Na data acordada será realizada a liquidação pela diferença entre a taxa de juro acordada e a taxa em vigor no mercado (ISGB, 2005), (Antunes, 2008) e (Bastardo, 2011).

A realização do FRA é completamente independente da operação financeira que lhe dá origem, sendo esta característica de independência entre os dois contratos (um de cobertura do risco através do FRA e outro da operação financeira futura) que distingue o FRA de uma operação com uso de futuros.

Segundo Porfírio (2003), o FRA é um instrumento de cobertura de risco de taxa de juro utilizado, no caso de a empresa:

Possuir ativos à taxa fixa e os passivos a uma taxa variável, ficando exposta ao risco de subida da taxa de juro. Neste caso deve comprar um FRA (posição longa); ou deter ativos à taxa variável e os passivos à taxa fixa, estando exposta à descida da taxa de juro. Para realizar a protecção deve vender um FRA (posição curta);

Em termos esquemáticos, o FRA apresenta-se da seguinte forma:

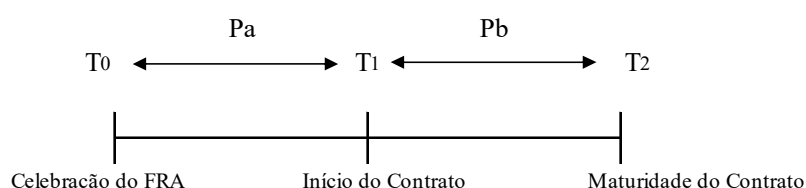


Figura 1: Esquema de realização de um FRA.

Fonte: Elaboração Própria (Adaptado de Bastardo, 2011)

Onde:

- **T₀**: celebração do contrato do FRA, onde uma das partes garante à outra uma taxa de juro acordada (TC);
- **Pa**: período de diferimento que decorre entre a data do FRA e o início da operação;
- **T₁**: data de início da operação subjacente ao FRA que corresponde ao início do período da contagem de juros;
- **Pb**: Período da operação financeira subjacente;
- **T₂**: data de maturidade do contrato subjacente ao FRA e corresponde ao final do período de contagem de juros.

Assim no final do período T_2 :

- Se a taxa de liquidação (TL) > taxa do FRA (TC): o banco pagará à empresa o diferencial entre a TL e a TC, fixada no contrato. A empresa na sua operação financeira subjacente embora pague os juros à uma taxa superior garante que o seu custo de financiamento se situe ao nível da taxa do FRA, através do diferencial recebido anteriormente;

- Se taxa de liquidação (TL) < taxa do FRA (TC): a empresa liquida junto do banco o diferencial entre a TL e a TC. A empresa na sua operação financeira subjacente paga os juros à uma taxa inferior, mas o seu custo de financiamento vai colocar-se ao nível da taxa do FRA, devido ao pagamento do diferencial ao banco.

O contrato FRA tem uma eficiência completa, uma vez que a taxa da operação subjacente acaba por ser sempre a taxa contratada no FRA (Martins *et al.*, 2011).

• *Caps, Floors e Collars*

Segundo Hull (2012), são contratos que permitem proteger o risco de subida, descida ou de flutuação para além de um intervalo pré-fixado. São utilizados quando a operação financeira está indexada a uma taxa variável.

Para Matos (1992) os *caps* permitem mediante o pagamento de um prémio, fixar o limite superior de flutuação do indexante, fixando o seu custo de financiamento máximo. A empresa compradora do *cap* poderá beneficiar das descidas que vierem a ocorrer abaixo da taxa garantida pelo *cap*.

Segundo Porfírio (2003) e Hull (2012) os *floors*, por outro lado, permitem fixar o limite inferior de flutuação do indexante, fixando a sua remuneração mínima, mediante o pagamento de um prémio. A empresa compradora do *floor* poderá beneficiar das subidas que vierem a ocorrer acima da taxa garantida pelo *floor*.

Para os mesmos autores, os *collars* são uma solução que combina uma venda (compra) do *floor* com a compra (venda) do *cap*. Garante uma taxa mínima e máxima para a operação financeira, ou seja, permite reduzir ou mesmo anular o prémio a pagar pelos instrumentos contratados, por via da definição de um intervalo do indexante variável. Para a realização de um contrato de *colar*, as duas opções (*cap* e *floor*) têm de ter as mesmas características, em termos de montante, taxa de referência e prazo.

2.2.4. Risco da Taxa de Câmbio

O risco da taxa de câmbio ou risco cambial consiste na incerteza sobre os valores da empresa expressos em moedas diferentes da sua moeda corrente/contabilística, num período futuro, devido as flutuações das taxas de câmbio no mercado.

O risco cambial será desenvolvido mais à frente nesta dissertação, nomeadamente a partir do ponto 3.8 - Risco Cambial.

2.3. Gestão do Risco

A gestão de risco ou *hedging*, principalmente desde da década de 80, tem assumido um papel fundamental nas organizações, no seu processo de criação de valor, indo ao encontro dos objetivos e interesses das mesmas.

Tradicionalmente a cobertura de risco centrava-se na utilização de instrumentos de cobertura por gestores avessos ao risco. A sua única missão era eliminar ou atenuar os riscos associados aos preços e os seus efeitos nos *cash-flows* da empresa (Smithson, 1998).

Desde década 80, a condição primordial para a execução da gestão de riscos passou para uma estratégia de cobertura que permitisse conduzir a um acréscimo do valor esperado da empresa. Os acionistas têm maior interesse na maximização do valor da empresa do que na realização de políticas que possam minimizar a instabilidade dos seus resultados.

Para Kracaw e Campbell (1993) a gestão de risco será utilizada como mais um meio de que a empresa dispõe para maximizar a riqueza da empresa. Por outro lado, só as empresas que souberem gerir eficazmente os riscos conseguirão evitar o *downside risk* (risco de desvalorização) e, em simultâneo, visualizar as oportunidades que lhe permitam aproveitar o *upside risk* (risco de valorização).

Segundo Porfírio (2003) a empresa, perante o risco, deve optar entre três tipos de postura: evitar o risco, transferir o risco ou assumir e controlá-lo.

Se a empresa decidir **evitar o risco**, o problema será eliminado logo na origem, ou seja, se o risco for cambial, a empresa consegue evitá-lo efetuando somente operações na sua moeda contabilística. Se pretender evitar o risco país bastará recusar operações com agentes económicos de países com um risco elevado. Mas como consequência dessa medida, existe a possibilidade de perder oportunidades de crescimento ou mesmo garantir a sobrevivência da empresa, caso a internacionalização seja a única solução.

A **transferência do risco** promove a sua transferência (total ou parcial) para outra entidade, mediante um pagamento. Como exemplos existem os contratos de seguros - usados na exportação, onde o risco passa para seguradora -, os créditos documentários - usados na liquidação, transferindo o risco para a instituição de crédito - ou os instrumentos derivados - futuros, opções ou *swaps*. Financeiramente, a transferência só será vantajosa quando o prêmio a pagar é inferior à perda potencial em que a empresa pode incorrer se estiver disposta a aceitar o risco.

Quando evitar o risco não é viável e a transferência do risco nem sempre é possível ou não é financeiramente viável, a empresa deve **assumir e controlar o risco**. A empresa aceita os riscos e aplica políticas de gestão com o objetivo de controlar os riscos e reduzir os impactos sobre os seus resultados. Esta opção não se coloca tanto na eliminação dos riscos, mas sim obter o melhor rendimento possível para um determinado nível de risco estabelecido pela empresa.

A primeira ação a ser realizada para uma gestão efetiva e consciente do risco, será definir de forma clara e compreensível o que entende por risco, quantificar o nível de risco, restringindo os valores e as fontes, definir as políticas de gestão e as formas ao dispor das organizações para o controlar.

Neste contexto, é importante compreender qual o comportamento dos gestores perante o risco. Os seus comportamentos, segundo Neves (2000) podem ser: Avessos ao Risco - existe uma ponderação sempre muito cuidada evitando expor-se ao risco, aceitando apenas onde a rentabilidade conseguida será compensadora; Indiferentes ao Risco - não avaliam os riscos existentes, aceitando estar a mercê dos resultados que apareçam, sejam positivos ou negativos; ou Propensos ao risco - Aceitam assumir riscos, sentindo-se atraídos pelas elevadas rentabilidades que são oferecidas, mesmo existindo a grande possibilidade de resultados negativos.

A implementação da gestão de risco varia de empresa para empresa, mas genericamente está relacionado com três fatores primordiais: o tipo de atividade praticada pela empresa; a capacidade de gestão - relacionada com a capacidade de avaliar as fontes de risco e os seus potenciais impactos na empresa -, e o meio envolvente em que a empresa está inserida (Porfírio, 2003).

As empresas poderão decidir cobrir os riscos de formas distintas. Podem optar uma estratégia de não cobertura - admitindo as variações desfavoráveis, compensando com as variações favoráveis; uma estratégia de cobertura total - tentativa de cobrir todas as variações, eliminando as desfavoráveis mas não aproveitando as favoráveis; ou uma estratégia de

cobertura parcial ou seletiva - onde será realizada uma seleção dos riscos a cobrir, evitando o risco de variações desfavoráveis e, podendo, beneficiando que alguns possíveis ganhos através de variações positivas (Kracaw & Campbell, 1993).

As políticas de cobertura de risco podem ser internas ou externas, através de instrumentos financeiros. A escolha por uma política de cobertura interna significa que a empresa não recorre a instrumentos financeiros externos, realizando dentro da organização políticas estratégicas, financeiras ou comerciais de forma a proteger o risco.

2.4. Modelos de Avaliação e Análise de Risco

A existência de várias crises¹⁴ fez com que as empresas ficassem sujeitas a mais riscos, tendo como consequência graves impactos nos seus resultados. Estas situações levaram a uma maior preocupação da gestão do risco de forma a não defraudar as expectativas dos investidores quanto à rentabilidade do investimento. De modo a responder a estas preocupações, surgiu uma panóplia de novos métodos e técnicas de análises de risco, interligados com as questões de retorno e risco.

Os modelos de avaliação de risco podem ser bastante complexos, mas, entretanto, existem formas imediatas para avaliar riscos específicos como é o caso dos *ratings*.

Segundo Ferreira (2010) a análise de *ratings* permite possuir uma ideia, face ao critério escolhido de quais as melhores e piores organizações mediante a sua posição e possibilita a qualquer agente económico ter uma comparação efetiva dos tipos de risco envolvidos nas operações com cada país e no seu interior, com os mais importantes agentes económicos.

Entretanto existem alguns tipos de risco que não podem ser traduzidos através de *ratings* ou de que não é viável a análise isolada da sua dimensão.

Existem assim modelos que permitem lidar com a situação dos *cash-flows* parcialmente correlacionados, através de medidas estatísticas (média e desvio-padrão) que possibilitam conhecer os rendimentos esperados e avaliar de forma mais correta o risco associado às possíveis decisões a tomar.

O conjunto de riscos que as empresas têm de enfrentar, levou à necessidade de sistemas de análise e gestão do risco com o objetivo de avaliar a sua exposição. Alguns dos modelos de análise são: Modelo VaR, Modelo de *Stress Test* e Modelo RAROC (Porfírio, 2003).

¹⁴ Exemplos de crises: 1929 – *Wall Street Crash*; 1987 – Crash Bolsa Nova Iorque (*Black Monday*); 1997 – Crise Asiática; 2001 – *DotCom Crash*; 2008 – Crise Financeira Global (The Economist, 2015).

• **Modelo VaR (*Value-at-Risk*)**

Segundo Porfírio (2003), Hull (2012) e Silva *et al.* (2013) o modelo VaR ou *Value-at-Risk* é um método utilizado para avaliar e quantificar o nível do risco financeiro de uma empresa ou de um investimento, durante um período de tempo.

O VaR resume num número o risco de um montante financeiro, ficando este número associado à perda máxima esperada num período temporal com um intervalo de confiança¹⁵. Por outras palavras, o VaR representa o excedente de capital que a empresa deve possuir para garantir com elevados níveis de confiança que o prejuízo que pode incorrer não é superior ao valor do ativo ou do investimento.

A sua flexibilidade torna-o interessante porque permite adaptações sem que o rigor seja perdido e tem como um dos seus atrativos a tradução do risco na mesma unidade do investimento, possibilitando uma análise direta do valor obtido.

No cálculo do VaR, a empresa terá de escolher a melhor técnica que se adapte à informação e ferramentas que tem disponíveis para otimizar o valor do VaR à realidade. Estas técnicas podem ser não paramétricas - simulação histórica e simulação de Monte Carlo - ou paramétricas - variância-covariância (Silva *et al.*, 2013).

A **simulação histórica** permite obter o valor do VaR a partir da simulação de cenários futuros tendo como base o histórico das variáveis analisadas. Em termos práticos utilizam-se valores históricos dos ativos e a partir desses valores, calcula-se a perda ou ganho diário. Apresenta-se como um método simples e de fácil implementação e a sua vantagem é ter por base dados reais e não ponderados, oferecendo ao modelo um carácter mais realista e empírico. Como inconvenientes, apresenta, na ausência de valores históricos, a necessidade de cálculos complexos ou a existência de dados extraordinários que possam influenciar os resultados obtidos.

A **simulação de Monte Carlo** é utilizada quando o comportamento de um ativo está sujeito a ruturas bruscas e imprevisíveis. As simulações de Monte Carlo constituem uma amostra gerada de forma aleatória, tendo em consideração uma determinada distribuição de probabilidades. As suas desvantagens são a possibilidade de inúmeras situações geradas com inúmeros parâmetros ou a necessidade de investimentos informáticos, nomeadamente em programas específicos.

¹⁵ Os intervalos de confiança, geralmente, são calculados com os níveis de confiança de 95% ou 99%. Por exemplo, para um nível de confiança de 95%, em cada 100 análises por 5 vezes a perda é superior a perda estimada pelo modelo VaR.

A abordagem paramétrica através do cálculo da **variância-covariância** consiste em assumir que a variável analisada segue uma distribuição conhecida (distribuição normal), permitindo a nível estatístico, extrapolações com bons níveis de confiança. O valor do VaR resulta diretamente do desvio-padrão dos ativos, utilizando um fator de multiplicação que corresponde ao nível de confiança pretendido. Este modelo é considerado de aplicação simples e útil, com os valores resultantes mais coerentes que os métodos não paramétricos e mais aproximados com a realidade económica atual e não com o passado.

- ***Stress Test (Testes de stress ou de esforço)***

Esta técnica surgiu como resposta a multiplicação das crises e acontecimentos excecionais que têm provocado fortes impactos nos valores das empresas.

Segundo Porfirio (2003) o *stress test* é uma técnica de gestão de risco que avalia e determina as reações de uma instituição ou sistema, a movimentos anormais ou extremos que possam ocorrer nos mercados. Apesar da baixa probabilidade dos acontecimentos ocorrerem, caso se verifiquem, poderão ter um impacto significativo nos resultados da empresa. O *stress test* consegue apresentar os impactos, nos resultados, dessas situações. A simulação de Monte Carlo é um dos métodos mais utilizados para esta análise.

Atualmente esta técnica tem tido uma difusão acentuada, através dos testes de *stress* realizados por o BCE às instituições bancárias da zona euro.

- ***Modelo RAROC (Risk Adjusted Return on Capital)***

Modelo criado por *Bankers Trust* na década de 70, é definido como um rácio ajustado ao capital económico que aloca, ou seja, o RAROC é uma ferramenta de risco que mede a rentabilidade ajustada ao risco incorrido, oferecendo aos gestores de risco a capacidade de comparar os retornos dos diversos projetos com níveis de risco diferentes. Determina-se:

$$RAROC = \frac{\text{Resultado Antes Impostos}}{\text{Capital Económico (ou VaR)}}$$

O RAROC tem como desafio agregar e determinar o equilíbrio ideal entre o capital, retorno e risco, sendo uma importante ferramenta estratégica devido a ter em consideração o risco e o retorno no mesmo foco de análise. Importa evidenciar que este modelo não é concebido para identificar risco de perdas desastrosas, uma vez que as todas as perdas são calculadas com um certo nível de confiança (Porfirio, 2003).

3. Mercado Cambial

3.1. Introdução

O mercado cambial, também designado por FOREX ou *FX market (Foreign Exchange Market)* é o mercado financeiro onde se realizam todas as operações de compra e venda de moedas estrangeiras, ficando a sua existência ligada ao comércio internacional. As principais moedas transacionadas do mercado cambial são o euro, dólar, iene e a libra esterlina (Silva *et al.*, 2013).

O mercado cambial não é um espaço físico, mas sim um conceito abstrato utilizado sempre que existe uma compra e/ou venda de divisas. A aquisição de divisas estrangeiras além da sua função comercial, podem ser obtidas para atividades de cobertura (*hedging*), de especulação ou de arbitragem.

O câmbio ou taxa de câmbio exprime a relação quantitativa entre duas moedas de que resulta o preço de uma destas em relação à outra.

A posição de uma empresa relativamente a uma moeda específica consiste no seu saldo contabilístico num dado momento, sendo calculada individualmente para cada moeda ou numa posição global por cada período de tempo. Assim, segundo ISGB (2005) e Bastardo (2011) existem três tipos de posições em que a empresa pode encontrar-se: posição longa, posição curta e posição fechada ou quadrada.

Na **posição longa** diz-se que a empresa se encontra numa posição compradora ou credora, ou seja, os seus créditos e disponibilidades numa moeda são superiores aos débitos ou responsabilidades nessa moeda. Uma **posição curta** significa que os seus passivos ultrapassam os créditos nessa moeda, encontrando-se a empresa numa posição vendedora ou devedora. No caso em que os créditos são iguais aos débitos então a posição está **fechada ou quadrada**. As empresas, exceto quando a posição é fechada, encontram-se expostas ao risco cambial.

3.2. Características do Mercado Cambial

Segundo Bastardo (2011) o mercado cambial pode ser dividido em mercado de balcão (*Over-the-Counter* - OTC) ou em mercado de câmbios oficiais (mercado de bolsa).

O mercado OTC é um mercado não regulamentado onde os contratos apresentam uma grande flexibilidade sendo realizados diretamente pelos intervenientes mediante os seus interesses, nomeadamente sobre os montantes, prazos e ativos negociáveis. O principal risco no mercado OTC é o risco de contraparte devido à não existência da entidade reguladora. Mas

este risco pode ser protegido com margens de manutenção ou alavancagem máxima permitida¹⁶ (IAPMEI, 2015).

O mercado de bolsa é um mercado organizado, regulado por uma entidade supervisora, onde os contratos são padronizados, com prazos definidos, sobre ativos definidos e sujeitos a regulação da câmara de compensação, não permitindo grande margem de flexibilidade aos intervenientes.

A *Chicago Mercantile Exchange* (CME), a *Chicago Board of Options Exchange* (CBOE), a *International Financial Future Exchange* (LIFFE), *Swiss Options and Future Exchange* (SOFFEX) e *Euronext* são alguns exemplos de mercados organizados.

Segundo ISGB (2005), Bastardo (2011) e Silva *et al.* (2013) o mercado cambial apresenta como principais características a sua dimensão mundial, o funcionamento contínuo e a sua elevada liquidez.

Dimensão Mundial: Em todo o Mundo existem operações financeiras com transações de divisas em qualquer altura do dia, com as cotações a alterarem-se. A dimensão mundial resulta da conjugação de alguns fatores, entre eles a perfeita divulgação da informação (informação *online*), mobilidade internacional do capital e a existência de arbitragem cambial¹⁷.

Continuidade: A dimensão mundial faz que funcionem 24h por dia (útil) devido a sua diversificação em diversas bolsas no Mundo. Começa em Sidney, passa por Tóquio, Hong Kong e Singapura, Frankfurt, Londres e Paris, Nova Iorque, Chicago, terminando em São Francisco e Los Angeles e voltando a Sidney novamente.

A continuidade das operações apesar de ser uma vantagem, também origina a possibilidade de alterações permanentes nas taxas de câmbio, aumentando o risco cambial, sendo fundamental uma ótima qualidade da informação.

Liquidez Elevada: O mercado cambial apresenta como principal característica a sua liquidez, que resulta da laboração global e continua. O período de maior liquidez é no início da tarde europeia, quando a Europa e a costa leste dos EUA estão abertos, sendo neste período realizadas as operações de maior valor. O período de menor liquidez ocorre na costa oeste do

¹⁶ Alavancagem é o termo geral para qualquer técnica aplicada para multiplicar a rentabilidade (Brigham, 1995). A alavancagem máxima permitida é estabelecer um valor máximo que a rentabilidade pode atingir (alavancar) de modo a proteger casos de perdas/ganhos excessivos.

¹⁷ A arbitragem cambial permite aos arbitragistas verificarem o aparecimento de cotações diferentes para a mesma moeda em praça cambiais diferentes (comprando onde o preço é inferior para vender por um preço superior), obrigando o mercado a ajustar as suas taxas de câmbio de forma a ter uma igualdade em todo o Mundo.

EUA, quando as bolas europeias estão fechadas e o mercado asiático ainda está no começo, sendo este período utilizado para intervenções cambiais dos bancos centrais.

3.3. Funções do Mercado Cambial

O mercado cambial permite satisfazer algumas necessidades importantes da economia. Entre as suas funções evidenciam-se o incentivo às trocas comerciais internacionais, a utilização como instrumento de crédito ou proporcionar a cobertura do risco cambial (Silva *et al.*, 2013).

A primeira função do mercado cambial é **incentivar as trocas comerciais** realizadas com agentes económicos de países com moedas diferentes, possibilitando que as moedas possam ser convenientemente convertíveis através do mercado cambial. As transações comerciais de mercadorias entre países podem levar semanas a serem concluídas, como por exemplo as que usam os transportes marítimos. Durante este período é necessário financiar umas das partes, existindo vários **instrumentos de crédito** especializados para estas situações. Quando se realizam operações comerciais com moedas diferentes, as partes envolvidas não querem correr riscos das variações da taxa de câmbio. O mercado cambial fornece **operações de cobertura de risco**, que permitem realizar uma cobertura de risco (*hedge*) eficaz.

3.4. Intervenientes do Mercado Cambial

Como descrito por ISGB (2005), Bastardo (2011) e Silva *et al.* (2013) o mercado cambial envolve diversos intervenientes, contudo, existem cinco grupos principais: bancos centrais, bancos comerciais, corretores, empresas e particulares e especuladores e arbitragistas.

Bancos Centrais: São instituições de supervisão que têm como funções a política monetária da sua moeda, a defesa do regime cambial em vigor, com a compra e venda das suas reservas cambiais garantindo um *fixing cambial*¹⁸. As intervenções no mercado não são realizadas com o objetivo de obter lucros, mas sim para influenciarem o câmbio da sua moeda.

Bancos Comerciais: São instituições financeiras que operam nos mercados e com os seus clientes. Assumem uma posição mais ativa negociando em seu nome, ou de uma forma mais passiva, respondendo as solicitações dos seus clientes agindo como um intermediário.

Os bancos comerciais podem assumir dois papéis: *dealers* ou *market-makers*. Como *dealers* transacionam moeda nos mercados sendo também solicitados a aconselhar estratégias de mercado aos seus clientes. Como *market-makers*, os bancos estão sempre dispostos a

¹⁸ O *fixing cambial* é a taxa de câmbio de referência numa determinada data sobre uma moeda, comunicada pelo banco central, de forma a informar qual a taxa de referência da sua moeda perante as outras.

comprar e vender moedas garantindo a liquidez do mercado, com o objetivo de obter lucro através do *bid-offer spread*¹⁹.

Corretores (Brokers): São agentes que tem como função intermediar a oferta e a procura no mercado, sem se envolverem diretamente nas transações, cobrando comissões pelo serviço. A sua posição no mercado envolve um enorme conhecimento, ou seja, sabem exatamente quem está disposto a comprar e vender evitando assim grandes perdas de tempo. São muito utilizados por bancos devido a confidencialidade sobre as identidades envolvidas na operação.

Particulares e Empresas: Os particulares são essencialmente os turistas que realizam operações nos balcões dos bancos, tendo uma expressão quase nula neste mercado, enquanto as empresas utilizam o mercado cambial para pagarem as operações comerciais, cobrirem o risco cambial ou em caso muito específicos realizar atividades especulativas.

Especuladores e Arbitragistas: São agentes que utilizam o mercado para o seu próprio interesse com o objetivo da obtenção de lucros através das alterações na taxa de câmbio (no caso dos especuladores) ou através de diferenças simultâneas nas taxas em diferentes mercados (no caso dos arbitragistas). Os maiores especuladores no mercado são os *Hedge Funds*.

3.5. Características da Taxa de Câmbio

A taxa de câmbio é uma variável importante no comércio quando estão envolvidas diferentes moedas. O regime de câmbios, segundo Silva *et al.* (2013) pode ser de dois tipos: regime de câmbios fixos ou regime de câmbios variáveis ou flexíveis.

O **regime de câmbios fixos** tem como característica uma elevada estabilidade cambial, garantida pelas autoridades monetárias. No **regime de câmbios variáveis** a taxa de câmbio é determinada pelo resultado da oferta e da procura no mercado, não existindo intervenção das autoridades monetárias. Para entender o funcionamento dos regimes de câmbios, pode-se utilizar o exemplo do Euro, que é fixo para os países que pertencem à moeda da zona euro, mas flexível perante as restantes moedas mundiais.

A taxa de câmbio de modo a ser compreendida por todos os agentes mundiais possui algumas convenções que permitem obter um padrão internacional²⁰.

A moeda de base ou cotada é apresentada em primeiro e a moeda de cotação ou a termo em segundo (na taxa EUR/USD, o euro é a moeda de base enquanto o dólar é a moeda de

¹⁹ O *bid-offer spread* é a diferença entre a taxa de venda (*bid*) e a taxa de compra (*offer*).

²⁰ Convenções de padrões internacionais ISO 4217 e ISO 3166.

cotação). As moedas são representadas por códigos de três letras, onde em regra (apesar de existirem exceções) as duas primeiras letras correspondem ao nome do país e a terceira letra representa a inicial da moeda (USD – *United States Dollar*). As casas decimais variam dependendo da moeda, mas após definidas mantem-se constantes. Por regra são atribuídos cinco dígitos, que podem corresponder a duas, três ou quatro casas decimais.

Segundo Porfirio (2003), Bastardo (2011) e Silva *et al.* (2013) a cotação da taxa de câmbio pode ser:

Cotação direta (ao valor incerto): Cotação em que a moeda internacional funciona como valor certo e a moeda nacional como valor incerto, ou seja, exprime a quantidade de moeda nacional necessária para comprar uma unidade de moeda estrangeira. Numa cotação USD/EUR = 0,8937, significa que para comprar um dólar são necessários 0,8937 euros.

Cotação indireta (ao valor certo): Cotação em que a moeda nacional funciona como valor certo e a moeda estrangeira como valor incerto, ou seja, exprime a quantidade de moeda estrangeira necessária para comprar uma unidade de moeda nacional. Numa cotação EUR/USD = 1,1189, significa que são necessários 1,1189 dólares para comprar um euro.

Segundo os mesmos autores, no sistema bancário existem duas taxas de câmbio para comercialização de moedas: cotação de compra ou *bid price* e de venda ou *ask/offer price*. A cotação de compra (*bid price*) é o preço, em moeda nacional, que o banco paga pela compra de moeda estrangeira, enquanto a cotação de venda (*ask/offer price*) é o preço que o banco, em moeda nacional, vende a moeda estrangeira a terceiros.

As cotações são sempre apresentadas na ótica do mercado (instituição financeira compra e a instituição financeira vende), significa que a compra de uma moeda é feita ao preço que o mercado vende, e que a venda de uma moeda é feita ao preço que o mercado compra (Bastardo, 2011).

O diferencial entre as duas taxas é o ganho da instituição financeira designado por *spread* ou margem comercial do banco. O *spread* representa a liquidez da moeda, ou seja, quanto mais líquida for a moeda, menor é o diferencial. Este diferencial é calculado em % sobre o preço do comprador e cada 0,01% denomina-se *pip* (por exemplo 0,03% = 3 *pip's*).

No mercado cambial, em algumas moedas secundárias, o mercado não oferece uma cotação direta sobre outras moedas, sendo necessário recorrer a uma taxa de câmbio cruzada ou *cross-rates*. A taxa de câmbio cruzada permite calcular as cotações sobre essas moedas a partir

de uma terceira moeda que esteja com elas cotada e apresente liquidez. A cotação pode ser direta ou indireta.

A cotação cruzada direta corresponde a um cruzamento perfeito das taxas das duas moedas contra a terceira, como por exemplo: USD/AOA; USD/EUR. Na cotação cruzada indireta não acontece um cruzamento perfeito entre as taxas de compra e venda, como por exemplo: USD/AOA; EUR/USD.

3.6. Fatores Determinantes da Taxa de Câmbio

A determinação da taxa de câmbio (em especial no regime de câmbios variáveis) resulta da atuação do mercado relativamente à oferta e procura de moeda, embora não se exclua uma intervenção das autoridades monetárias de modo a evitar uma grande instabilidade no mercado.

Os fatores que influenciam a oferta e procura podem ser de várias naturezas, entre as quais económicas e financeiras, políticas e especulativas/arbitragistas.

Com uma perspetiva global e não somente microeconómica, segundo ISGB (2005) e Bastardo (2011) é possível identificar quatro fatores determinantes para as taxas de câmbio.

- Crescimento económico: Se a economia crescer num país mais que noutro ou se existir expectativa que o PIB tenha uma melhor evolução, leva a um aumento do interesse nesta economia logo a sua moeda tende a valorizar-se;

- Inflação: Com o aumento da taxa de inflação, a tendência da moeda será desvalorizar-se. Quando acontece uma diminuição da taxa de inflação no país, a sua moeda tenderá a valorizar-se;

- Massa monetária: Se a massa monetária (oferta de moeda) num país cresce mais do que noutro, aumenta a inflação e os preços tendem a aumentar. Com o aumento dos preços, as suas exportações ficam mais caras, ficando o país menos competitivo, exportando menos e retraindo a economia. Este conjunto de fatores leva à desvalorização da moeda do país;

- Taxas de Juro: Quanto maior for a taxa de juro num país, mais atrativa é a remuneração da moeda, logo, existe uma tendência para a valorização da moeda. A taxa de câmbio e a taxa de juro estão relacionadas e tem uma correlação negativa entre si. As moedas fortes apresentam taxas de juro baixas, enquanto as moedas mais fracas apresentam taxas de juro mais elevadas.

3.7. Operações Cambiais

As operações cambiais consistem em acordos através dos quais os intervenientes se obrigam a realizar a troca de uma moeda, numa data estabelecida a um preço determinado. As operações cambiais, segundo Bastardo (2011) e Silva *et al.* (2013) podem ser divididas em dois tipos: mercado *spot* (ou à vista) e mercado *forward* (ou a prazo).

3.7.1. Mercado Spot ou Transações à Vista

No mercado *spot*, as negociações de divisas (compra e venda) são realizadas num prazo de entrega “imediato” com base na taxa de câmbio em vigor neste dia, e a sua liquidação financeira acontece até ao segundo dia útil.

As cotações dos câmbios são definidas pela oferta e procura sendo livremente negociadas entre os intervenientes ainda que sejam divulgadas diariamente, com carácter informativo. No caso português é feito através do Banco de Portugal.

As cotações divulgadas são de dois tipos - cotações das moedas e notas e cotações de divisas. O câmbio de moedas e notas está relacionado com as transações que envolvem moeda física, enquanto o câmbio de divisas não envolve a transação de moeda física mas de moeda escritural (IAPMEI, 2015).

No mercado *spot*, na altura da negociação podem ser negociados três tipos de câmbios: câmbio *spot*, câmbio negociado e o câmbio contratado (Porfírio, 2003).

O **câmbio *spot*** é o mais utilizado, onde os câmbios são anunciados por as instituições, com um diferencial entre as taxas de compra e de venda. Os **câmbios negociados** acontecem em casos muito extraordinários, em que alguns clientes (normalmente com um volume negocial significativo) conseguem negociar com a instituição financeira uma taxa abaixo do normal. Relativamente ao **câmbio contratado** resulta de um acordo já realizado, que permitiu fixar o câmbio para uma data futura, em que na data de liquidação, o cliente irá comprar ou vender a moeda estrangeira à taxa acordada.

3.7.2. Mercado *Forward* ou Transações a Prazo

Segundo Porfírio (2003) e Bastardo (2011) as operações realizadas no mercado *forward*, ou *forward outright* consistem em acordos de compra e venda de moedas, celebrados “hoje”, mas com a realização numa data futura definida e a taxa de câmbio é estabelecida no momento do acordo.

O prazo que decorre entre a negociação e a troca efetiva é superior a dois dias úteis. Os prazos praticados neste tipo de contratos são frequentemente um, três, seis meses ou um ano, apesar de ser possível negociar qualquer prazo, mas com menor liquidez.

Na realização do acordo é necessário mencionar alguns elementos fundamentais, como a moeda negociada, montante, data de vencimento da operação, taxa de câmbio acordada, o tipo de operação (compra ou venda), identificação dos intervenientes e cláusulas específicas.

O mercado *forward* despontou como resposta a volatilidade das taxas à vista (*spot*) e do crescente aumento do comércio entre países, funcionando essencialmente como instrumento de cobertura de risco cambial. Com a celebração de um *forward*, fixa-se a taxa de câmbio no momento da liquidação conseguindo desta forma que o risco cambial fique coberto.

Para Bastardo (2011), através da utilização deste mercado é possível encontrar uma taxa de taxa de câmbio *forward* de equilíbrio, isto é, encontrar uma taxa onde seja indiferente investir numa moeda ou em outra porque o valor a receber será o mesmo. A sua fórmula é apresentada da seguinte forma:

$$Taxa\ Forward_{A/B} = Taxa\ Spot_{A/B} \times \frac{1 + i_B}{1 + i_A}$$

Onde:

Taxa *Forward* _{A/B}: taxa de câmbio a prazo a doze meses da moeda A face a moeda B;

Taxa *Spot* _{A/B}: taxa de câmbio à vista da moeda A face a moeda B;

*i*_B: taxa de juro da moeda B a doze meses;

*i*_A: taxa de juro da moeda A a doze meses;

Para obter a taxa de câmbio efetiva é necessário adicionar a margem de lucro do banco (*spread*) à taxa de câmbio de equilíbrio.

Da ligação entre as taxas de câmbio *spot* e *forward*, emerge um conceito importante – moeda a prémio ou moeda a desconto (ISGB, 2005).

Se a taxa de juro A for maior que a taxa de juro de B (*i*_a > *i*_b) pressupõe que a taxa de câmbio *forward* de B é superior a taxa *spot* (*F* > *S*). Assim, a moeda B está a **prémio** e a moeda A está a **desconto**, porque a moeda B vale mais a prazo que à vista.

Por exemplo se o *S*_{EUR/GBP} = 0,7114 e o *F*_{EUR/GBP} = 0,7124, significa que o EUR está a prémio de 0,001 GBP ou a prémio em 0,14%.

Mas se a taxa de juro A for menor que a taxa de juro de B ($i_a < i_b$) então a taxa de câmbio *forward* de B é inferior a taxa *spot* ($F < S$). Assim, a moeda B está a **desconto** e a moeda A está a **prémio**, devido à moeda B vale menos a prazo que à vista.

Aproveitando o exemplo anterior e se a taxa $S_{EUR/GBP} = 0,7114$ e o $F_{EUR/GBP} = 0,7104$, significa que o EUR está a desconto de 0,001 GBP ou esta a desconto em 0,14%.

A moeda a prémio ou desconto deve ser calculado em %, e a sua formula é a seguinte:

$$\text{Prémio ou Desconto} = \frac{\text{Taxa Forward} - \text{Taxa Spot}}{\text{Taxa Spot}} \times 100$$

Resumidamente, a moeda que tem a taxa de juro mais alta encontra-se a desconto enquanto se a sua taxa de juro for mais baixa, a moeda encontra-se a prémio. Caso as taxas de juro sejam iguais, então encontram-se cotadas ao par. Assim, se a moeda está a prémio é porque existem expectativas futuras que a moeda venha a apreciar-se, mas se a moeda está a desconto as suas expectativas são de desvalorização (ISGB, 2005).

3.8. Risco Cambial

Como mencionado no ponto 2.2.4, o risco cambial consiste na incerteza sobre quais os valores dos ativos e passivos expressos em moeda estrangeira, num período futuro devido às flutuações das taxas de câmbio no mercado.

O risco cambial apresenta algumas ligações com os restantes tipos de risco, salientando-se a sua relação com o risco país - devido à evolução das economias e o seu impacto nas taxas de inflação e de juro, e, com o risco de crédito - através das oscilações monetárias que poderão colocar em causa, futuros fluxos financeiros (Alves, Teixeira, & Rita, 2007).

Para Matos (1992) o risco cambial pode ser dividido em três tipos de riscos: risco de conversão, risco de transação e o risco económico.

• Risco de Conversão

O risco de conversão corresponde a alteração do valor contabilístico nas rubricas do balanço e da demonstração de resultados, após a conversão dos valores em moeda estrangeira para a moeda local. Este risco pode ter bastante significado no património da empresa-mãe, em casos de consolidação de contas de empresas com investimentos avultados no estrangeiro.

A conversão pode ser realizada através de três métodos: método da taxa de câmbio corrente, método temporal (ou da taxa de câmbio histórica) e o método misto.

O método da taxa de câmbio corrente converte os **ativos e passivos** à taxa de câmbio atual e os **valores da demonstração de resultados** à taxa de câmbio na altura que ocorreram (ou através de uma média ponderada). Os **dividendos** são convertidos à taxa do dia de pagamento e o **capital social** convertido à taxa de câmbio histórica.

Como vantagens, os ganhos e perdas cambiais são diretamente contabilizados numa conta de reservas, eliminando a variação nos resultados líquidos e a simetria entre os valores do balanço permanece igual, não deturpando rácios importante para análise financeira.

O método temporal converte os **ativos e passivos monetários** à taxa de câmbio atual enquanto os **ativos e passivos não monetários** são convertidos à taxa histórica. Os **valores da demonstração de resultados** são convertidos à taxa de câmbio média do período exceto as depreciações e o custo da mercadoria vendida que se convertem à taxa de câmbio histórica. Os **dividendos** são convertidos à taxa do dia de pagamento e o **capital social** convertido à taxa de câmbio histórica.

Como vantagem, os seus ativos não monetários são registados ao seu custo original. A desvantagem do método é a influência que apresenta nos resultados, devido aos ganhos e perdas serem refletidos nos resultados, aumentando a sua volatilidade.

O método misto converte os **ativos e passivos de curto prazo** à taxa de câmbio corrente e os seus **ativos e passivos de médio e longo prazo** são convertidos à taxa de câmbio histórica.

• Risco de Transação

O risco de transação corresponde a alteração nos *cash flows* esperados em moeda estrangeira. Este risco ocorre das diferenças de valores das vendas e/ou compras devido a variação da taxa de câmbio entre a data da venda/compra e a data efetiva da liquidação das operações. A posição cambial de transação será longa caso os ativos sejam superiores aos passivos ou curta se os valores passivos sejam superiores aos ativos (Dhanani, 2004).

A empresa pode optar por dois tipos de abordagem para proteger-se do risco de transação: aceita o risco cambial (normalmente quando envolve montantes reduzidos ou possui uma boa diversificação de moedas e prazos) ou aplica políticas de redução de risco²¹.

• Risco Económico

O risco económico resulta da potencial perda de valor e na alteração da capacidade competitiva a médio e longo prazo da empresa face à volatilidade das taxas de câmbio nos mercados internacionais (Rupeika, 2005). A análise do risco económico tem como objetivo

²¹ Sobre as políticas de redução de risco serão abordadas em pormenor no ponto 4 desta dissertação.

tentar antecipar o impacto nos *cash-flows* (especialmente a médio e longo prazo) devido a uma inesperada e acentuada variação das taxas de câmbio.

A análise dos impactos da inesperada variação da taxa cambial é realizada em três momentos: no curto prazo (inferior a dois anos), no médio prazo (período dois-cinco anos) e a longo prazo (superior a cinco anos).

Numa perspetiva de **curto prazo**, a empresa não consegue reagir em grande escala à alteração da taxa, negociando apenas os preços de venda e o custo das mercadorias, executando medidas de proteção. No **médio prazo** deverão ser ajustados os preços, tendo em atenção a inflação, concorrência e os seus próprios custos e não apenas as alterações cambiais, com o objetivo de melhorar a competitividade. No **longo prazo**, a empresa terá de reavaliar a sua atividade e investimentos, permitindo melhorar a performance face a eventuais oscilações cambiais.

3.9. Comportamentos no Mercado perante o Risco Cambial

No mercado cambial, segundo Silva *et al.* (2013) os seus intervenientes assumem três tipos de comportamentos perante o risco: Cobertura de Risco (*hedging*), Especulação (*trading*) ou Arbitragem (*arbitrage*).

Quadro 2: Comportamento perante o risco cambial.

COMPORTAMENTOS PERANTE O RISCO CAMBIAL		
Objectivo	Risco	Comportamento
Eliminação do Risco	Sem Risco	Cobertura do Risco Cambial
Obtenção de Ganhos	Com Risco	Especulação
	Sem Risco	Arbitragem

Fonte: Adaptado de Silva et al. (2013)

3.9.1. Cobertura de Risco (*Hedging*)

Conforme o autor referenciado, com a realização do negócio pelo menos um dos intervenientes é faturado numa moeda distinta da sua moeda nacional (com algumas exceções, como são os casos dos negócios efetuados na zona euro) originando que a empresa fique exposta ao risco cambial. Geralmente a exposição ao risco surge relacionada com a possibilidade de um impacto negativo no valor da empresa, como resultado da flutuação das taxas de câmbio no mercado.

A cobertura de risco ou *hedging* protege das flutuações do mercado reduzindo as potenciais perdas (ou ganhos). Pode ser classificado como um procedimento que origina uma

posição para a empresa em que o ganho/perda obtido com o *hedging*, cubra ou mesmo anule qualquer perda/ganho incorrido no mercado subjacente²². Assim o objetivo do *hedging* é atingir a compensação financeira da sua posição real, para que o seu ganho ou perda obtida seja idêntico à perda ou ao ganho no mercado subjacente.

Segundo ISGB (2005) com o objetivo de cobrir ou mesmo anular o risco, o mercado cambial a prazo oferece a possibilidade, no caso de efetuar pagamentos futuros comprar a prazo moeda estrangeira de modo a proteger-se da sua eventual apreciação. Se tiver recebimentos futuros deve vender a prazo moeda estrangeira oferecendo uma proteção contra a sua eventual depreciação.

Com o *hedging*, as empresas essencialmente procuram a garantir certezas nos seus negócios, incertos no momento inicial, assegurando um aumento do rigor no planeamento e orçamentação das suas atividades.

Para a realização do *hedging* é necessário ter em conta os custos de cobertura e a evolução do valor das diferentes moedas envolvidas nas operações. Deve evitar que os custos de cobertura sejam superiores aos custos de a não realizar ou assumir posições contrárias a evolução das taxas de câmbio.

Por fim, é importante, salientar que esta tentativa de eliminar o risco cambial, não torna a operação isenta de todos os outros riscos na operação, além de que uma proteção extrema e absoluta das posições pode impedir a empresa de aproveitar vantagens que surgem das variações positivas do mercado.

3.9.2. Especulação (*Trading*)

A especulação consiste no que usualmente se designa na gíria popular de “comprar barato para vender caro”, isto é, o especulador pretende comprar um determinado ativo quando o seu preço está baixo, para vender quando o seu preço subir. A especulação é uma atividade complexa (onde deliberadamente aumenta a exposição cambial) e que apesar de conseguir garantir grandes receitas, pode provocar grandes perdas (Silva *et al.*, 2013).

A especulação é realizada quando se vende a prazo uma moeda estrangeira sempre que se espera uma desvalorização superior ao desconto da divisa num determinado prazo ou uma apreciação inferior ao prémio para a divisa. Na compra a prazo de uma moeda, realiza-se

²² O mercado subjacente é a área/zona onde a empresa está a realizar as suas operações. (IAPMEI, s.d.)

especulação sempre que se espera uma valorização superior ao prémio de uma divisa para um determinado prazo ou uma desvalorização inferior ao desconto sobre a divisa estrangeira.

O especulador apesar de ser um “jogador” de risco desempenha duas funções muito importantes no mercado. Segundo Porfírio (2003) estas funções são a estabilização dos mercados e assumir riscos de terceiros.

A **estabilização dos mercados** ocorre quando ao comprar com os preços em baixa, evita uma maior descida no mercado e ao vender quando os preços estão altos, evita que eles subam mais. O **assumir dos riscos** só é possível porque os especuladores estão preparados para assumir riscos que os agentes avessos ao risco querem transferir.

3.9.3. Arbitragem (*Arbitrage*)

A arbitragem é uma atividade realizada por arbitragistas sobre qualquer ativo disponível no mercado e tem como objetivo a obtenção de lucros aproveitando imperfeições/disparidades momentâneas do mercado (Porfírio, 2003). Estas imperfeições acontecem quando em diferentes praças mundiais, os preços de ativos subjacentes estão em desequilíbrio.

Segundo o mesmo autor, o arbitragista emite, simultaneamente, ordens de compra onde o preço está baixo e de venda onde o preço for maior. Apesar de ser uma atividade semelhante à especulação, a grande diferença é não envolver riscos nem disponibilidade de capital, além de que a arbitragem ocorre quase instantaneamente e não com uma perspectiva futura de aumentos de preços como é o caso da especulação.

Evidentemente todos os intervenientes irão ver esta oportunidade, assim o mercado instantaneamente através dos mecanismos da oferta e procura vai corrigir as imperfeições, levando à igualização dos preços em todos os mercados, terminando a possibilidade de qualquer arbitragem.

4. Gestão e Proteção do Risco Cambial através do Mercado de Derivados

4.1. Introdução ao Mercado de Derivados

A instabilidade monetária e cambial que ocorreu na década de 70 permitiu a ascensão e o desenvolvimento do mercado de derivativos, considerando-se os derivativos como o expoente máximo da “engenharia financeira” (Antunes, 2008).

Os derivados são instrumentos financeiros que resultam de acordos de compra e venda a prazo de um determinado ativo subjacente²³, distinguindo-se assim por ser um segmento do mercado financeiro das operações realizadas a prazo. Em Portugal, os derivados estão considerados legalmente no Artigo 2º, nº1 c) a f) e no nº2 do Código dos Valores Mobiliários como uma categoria dos instrumentos financeiros.

As funções dos derivados são a cobertura de riscos (*hedging*), a especulação (*trading*) e a arbitragem (*arbitrage*).

As vantagens atribuídas aos derivados estão relacionadas com a sua importância na gestão financeira, podendo permitir um efeito de alavancagem financeira (através da maximização do ganho/perda) e uma maior eficiência e liquidez no conjunto do mercado de capitais. Como inconvenientes, podem surgir problemas nos *cash-flows* das empresas, registo de grandes perdas/prejuízos para as empresas e investidores (através da alavancagem financeira) e originar um aumento do risco sistemático no sistema financeiro, através da “propagação” de perdas em várias economias.

O mercado de derivados, segundo Antunes (2008), apresenta características que os distinguem de outros instrumentos financeiros. Estas características são o contrato, o ativo subjacente, prazo, risco e a abstração,

Os derivados, em regra, têm a sua criação através de um **contrato a prazo**, tendo como características particulares ser de uma natureza consensual (realizada voluntariamente entre as partes), onde existe uma reciprocidade entre as partes, patrimonial (é irrelevante o nome e características dos intervenientes), onerosa e fortuita (sendo o risco a razão da criação do contrato).

Os derivados resultam de uma derivação do **ativo subjacente** (de 1º grau), sendo considerados instrumentos de 2º grau.

O **prazo**, refere-se a um período temporal futuro em que a sua data de vencimento está pré-determinada entre os intervenientes, apesar que nas opções poderá acontecer ou não na data de vencimento.

O **risco** fornece o próprio objeto do contrato em que as partes devido à falta de informação, negociam a sua proteção. Sobre a distribuição desse risco, em regra existe uma simetria do risco, implicando uma distribuição mútua de ganhos e perdas. Mas também pode

²³ O ativo subjacente é instrumento financeiro em que se baseia um contrato de futuros, opções, negociados em bolsa. Os índices, ações, moedas, taxas de juro e mercadorias são exemplos deste tipo de instrumentos. (IAPMEI, 2015).

ter uma distribuição assimétrica, em que uma das partes sabe antecipadamente qual o seu risco máximo, como no caso das opções.

Os derivados constituem assim um jogo de soma nula, já que os ganhos (ou perdas) de uma das partes correspondem exatamente às perdas (ou ganhos) da outra. São instrumentos que não criam riqueza, apenas a redistribuem entre os intervenientes.

Os derivados são **instrumentos abstratos**, porque após a sua celebração, tornam-se autónomos em face dos respetivos ativos subjacentes, ou seja, os direitos e obrigações que resultam do contrato não se relacionam com as do ativo subjacente.

4.2. Técnicas de Cobertura do Risco Cambial

As empresas, quando decidem controlar os riscos inerentes a sua atividade internacional, podem realizar a sua cobertura através de meios internos ou com auxílio de mecanismos externos.

Segundo Porfírio (2003) as empresas devem primeiramente recorrer aos meios internos para cobrir o risco. Os meios internos utilizam os recursos financeiros, tecnológicos e humanos da própria empresa e tem um custo financeiro reduzido. Apesar de quando executadas corretamente são extremamente eficientes, as empresas só devem executar políticas internas de proteção das operações em moeda estrangeira, quando a sua experiência, organização interna e conhecimento dos mercados de divisas lhe possibilitem, de forma clara e concreta, proceder a uma correta atuação de cobertura.

Porém as técnicas internas poderão não ser suficientes para uma gestão eficaz do risco cambial, sendo necessário recorrer a técnicas externas para cobrir casos mais complexos ou com um volume significativo para a empresa. Com o uso das técnicas externas deve-se evitar que os custos de cobertura sejam superiores as perdas provocadas pela não cobertura.

4.2.1. Técnicas Internas de Cobertura

As técnicas internas de cobertura variam consoante a empresa, os meios ao seu dispor e o seu posicionamento no comércio. Os exemplos seguintes são algumas das técnicas genéricas que as empresas podem escolher internamente para cobrir o risco cambial.

• Escolha da Moeda de Faturação

Segundo Porfírio (2003) e Silva *et al.* (2013) a forma mais fácil e natural de eliminar o risco cambial é faturar na moeda nacional. Na última década, desde a criação do euro (2002),

as negociações entre os países da zona euro ofereceram estabilidade cambial às empresas, devido a existência de uma moeda única.

Mas inúmeras vezes não é possível faturar na moeda nacional, devido a vários motivos, como os interesses dos intervenientes serem diferentes (pretendem a faturação na sua moeda) ou nos casos de produtos comercializados já estarem cotados com referência a uma divisa (por exemplo, o barril de brent está cotado em USD).

Quando a empresa não tem outra alternativa que não seja faturar numa moeda estrangeira, a escolha deverá recair em moedas fortes, que apresentem um bom grau de liquidez, convertibilidade e que ofereçam a possibilidade da utilização de instrumentos de proteção de cobertura de risco (Porfírio, 2003). A moeda escolhida deverá também apresentar características informativas de fácil e rápida compreensão e com dados atualizados sobre a sua evolução e provisões futuras.

A empresa deve diversificar o conjunto de moedas evitando a dependência de uma só moeda, diminuindo a sua exposição ao risco. A diversificação deve ser realizada com moedas que apresentem correlações reduzidas ou negativas, isto é, não tenham o mesmo tipo de comportamento no mercado.

• Gestão dos Prazos

A realização da proteção através da gestão dos prazos torna necessário existir um elevado grau de entendimento entre os intervenientes ou que um deles tenha uma posição negocial forte no mercado que lhe permita realizar esta gestão.

Segundo Porfírio (2003) esta técnica de proteção consiste na alteração das datas de pagamento e recebimento de forma a aproveitar a evolução cambial das moedas. O objetivo na ótica do comprador é atrasar os pagamentos (ou prolongar o tempo de crédito) em moedas fortes e liquidar o mais cedo possível nas moedas fracas aproveitando o baixo valor da moeda em comparação a sua moeda. Na ótica do vendedor será receber quando a moeda está forte e atrasar o recebimento quando a moeda se encontra mais fraca no mercado.

A gestão dos prazos também obrigará as empresas a olharem com atenção e analisar as taxas de juros do mercado para obter sucesso. A antecipação ou prolongamento dos prazos pode obrigar as empresas a realizarem financiamentos de curto prazo ou não permitirem realizar aplicações financeiras.

A gestão de prazos apresenta como obstáculos, situações que a exposição cambial já tenha sido alvo de cobertura e com prazos estabelecidos, exista um financiamento que leva uma

das partes não ter interesse na sua extensão ou amortização ou ainda que o pagamento ou recebimento seja numa terceira moeda, que dificulta o acordo entre as partes.

- **Compensação**

A compensação, segundo Silva *et al.* (2013) consiste na possibilidade de os intervenientes compensarem os seus saldos a pagar e a receber em moedas estrangeiras. Para realizar esta técnica, os intervenientes tentam encontrar entradas e saídas de montantes na mesma moeda em datas coincidentes, com o objetivo de diminuir a exposição, eliminando muito das perdas cambiais associadas e reduzindo os custos bancários sobre pagamentos em moeda estrangeira. Após a realização da compensação, a exposição ao risco ficará reduzida ao mínimo procedendo-se a sua liquidação ou à cobertura do valor restante.

- **Cláusulas Contratuais**

Numa operação comercial, na altura da negociação do contrato, os intervenientes têm a possibilidade de adicionar algumas cláusulas de modo a permitir cobrir a sua exposição ao risco cambial através do ajustamento dos preços à evolução cambial que decorre no mercado.

Segundo Porfírio (2003) e Silva *et al.* (2013) as cláusulas dependem de caso para caso, não existindo cláusulas universais, sendo necessário analisar individualmente, mas geralmente podem ser referidas as seguintes cláusulas:

- Cláusulas sobre o Preço: Os intervenientes aceitam que as flutuações da taxa de câmbio se venham a refletir no preço acordado. Assim se a moeda se apreciar, o comprador irá obter uma redução do preço, mas se a moeda se depreciar o preço irá aumentar de forma a compensar o vendedor da descida da taxa. Assim os ganhos/perdas decorrentes da variação da taxa de câmbio serão compensados pela perda/ganho sobre o preço.

- Cláusula de Partilha do Risco: Os intervenientes acordam suportar os eventuais ganhos/perdas que decorrerem da variação da taxa de câmbio. Esta variação pode ocorrer entre a data de faturação e de pagamento ou ser negociado um intervalo cambial que se a taxa sair do intervalo o valor será repartido entre eles²⁴.

- Cláusula de Opção: Permite aos intervenientes utilizarem uma moeda diferente da moeda de faturação, quando seja mais vantajoso pagar/receber nessa moeda. Por exemplo, duas empresas europeias que tenham por algum motivo faturar em USD, mas acordam que o pagamento seja em euros, convertidos a uma taxa acordada.

²⁴ Num exemplo simplista, se na data de faturação a taxa $A/B = 50$ e no momento do pagamento a taxa $A/B = 58$, o acordo fará que a diferença de oito seja repartida ficando a taxa nos 54.

• Centro de Negócios para operações cambiais

As empresas que apresentem alguma dimensão e estrutura podem optar por a criação de uma subsidiária que tem como missão gerir todas as transações do grupo que tenham risco cambial. Assim todas as empresas do grupo negociam na sua moeda e a exposição cambial incide sobre o centro de negócios.

Este método apresenta como vantagens, a especialização do pessoal que nele trabalha, oferecendo uma melhor gestão do risco e como os valores movimentados são normalmente elevados possibilitam um maior poder negocial junto das instituições financeiras que permitem negociar condições mais favoráveis. As desvantagens advêm dos custos da criação do centro de negócios e dos custos inerentes ao processo.

4.2.2. Técnicas Externas de Cobertura

As técnicas externas de cobertura surgem como resposta à incapacidade de as técnicas internas resolverem algumas situações, mais ou menos complexas, que a empresa está sujeita no mercado, além de oferecem outro tipo de soluções para a gestão do risco das empresas.

As técnicas externas provêm do mercado de derivados, sendo os principais tipos de derivados os futuros, opções e swaps²⁵. Segundo Antunes (2008) estes derivados são de grande importância, porque fornecem a base estrutural de todos os produtos derivados existentes.

1) Futuros

Os contratos de futuros são considerados os “primogénitos” dos derivados, tendo a sua origem nos EUA com a criação da CBT - *Chicago Board of Trade* em 1848 que se destinava à cobertura de risco das mercadorias (*commodities*).

Os futuros são contratos negociáveis, realizados em mercados organizados, em que os intervenientes se obrigam a comprar/vender uma determinada quantidade do ativo subjacente, numa data futura e a um preço previamente estabelecido no momento do contrato (Porfírio, 2003), (Antunes, 2008).

A obrigação assumida pode ser cumprida através da entrega física do ativo, mas também por uma entrega monetária correspondente a diferença entre o preço acordado e a cotação *spot* na data de vencimento do contrato.

²⁵ No anexo B, podem-se verificar alguns exemplos práticos do uso das técnicas externas de cobertura do risco.

Os futuros são um instrumento eficiente de cobertura total ou parcial do risco, em que o investidor consegue cobrir o risco das suas posições à vista assumindo uma posição contrária no mercado de futuros, fixando antecipadamente o preço do ativo.

• Características dos Futuros

Segundo Bastardo (2011) os futuros aparentam muitas semelhantes aos *forwards*²⁶ mas possuem características próprias que os diferenciam. O quadro seguinte mostra principais diferenças entre os contratos de futuros e os contratos a prazo ou *forwards*:

Quadro 3: Diferenças entre os contratos de futuros e os contratos a prazo (*forwards*).

Contratos de FUTUROS	Contratos <i>FORWARDS</i>
Comercializados em Bolsa	Comerciados em Mercados de Balcão (OTC)
Contratos Estandarizados	Contratos por medida negociados pelos intervenientes
Custos de transacção mais baixos	Custos de transacção mais elevados
Elevada Segurança através do uso da Câmara de Compensação	Acordo entre as partes sem garantia de um entidade (mercado)
Obrigação do pagamento de margens	Sem obrigação do pagamento de margens
Negociações transparentes, devido a informação prestada pelo mercado	Contratos privados, não sendo obrigatória a sua informação pública
Utilizados para <i>hedging</i> e especulação	Utilizados para <i>hedging</i> e para entregas físicas
Elevada possibilidade de fecho ou alterações de posições	Reduzida possibilidade de fecho ou alterações de posições
Anonimato nas negociações, sendo as transacções realizadas em bolsa	Negócio directo entre as partes

Fonte: Adaptado de Bastardo (2011)

Os contratos de futuros são comercializados em bolsas organizadas, que regulam o seu funcionamento e servem como intermediárias. Os contratos são estandarizados, sendo a única variável negociada o preço e gerando liquidez nos mercados. As transações realizadas em bolsa proporcionam aos intervenientes um grau elevado de segurança e de negociabilidade. Oferecem a possibilidade de em qualquer momento um dos intervenientes alterar ou fechar a sua posição no contrato fazendo com que o vencimento da operação não coincida obrigatoriamente com data de vencimento do futuro.

A forma como os resultados do contrato são calculados é outra das características particulares dos futuros. Segundo Porfírio (2003) os ganhos/perdas ocorridas com o contrato são diariamente calculados pela câmara de compensação (*clearing house*) através da diferença entre a taxa acordada e a taxa *spot* do dia, sendo o valor depositado numa conta a qual se designa de conta-margem.

²⁶ Os contratos *forward* estão descritos no ponto 3.7.2

Os futuros têm como custos inerentes, as comissões pagas por cada contrato, os depósitos diários realizados (quando existe uma perda) além que os intervenientes terão de realizar um depósito inicial (margem), no início do contrato de futuros.

Os futuros negociados em bolsa têm a sua data de vencimento em datas específicas que correspondem às terceiras quarta-feira dos meses de março, junho, setembro e dezembro.

• Riscos dos Contratos de Futuros

Devido a estandardização, podem ocorrer situações em que as datas de vencimento dos futuros não cobram exatamente as datas pretendidas de cobertura do ativo subjacente.

Exemplo: O contrato de futuro vence no dia 17/06/2015²⁷, mas se a cobertura necessária for até ao dia 30/06/2015, o interveniente terá de optar por uma de duas opções: não realiza nenhuma cobertura até dia 30/06/2015, ficando exposto ao risco ou terá de realizar um novo contrato e anular a sua posição (operação inversa) no dia de vencimento da operação (ou até dois dias úteis antes), tendo esta operação custos inerentes.

Segundo Silva *et al.* (2013) os futuros apesar de eliminarem o risco do preço, substituem-no por outros riscos (mas de menor dimensão), como são o risco da variação da base, risco de indivisibilidade e risco de correlação.

O **risco de variação da base** corresponde à diferença entre o preço à vista e o preço do futuro. O preço do futuro tende para coincidir com o preço no mercado *spot* na data de vencimento do contrato, ou seja, no final do contrato a base seria zero. Em termos teóricos, a cobertura terá de ser igual a exposição existente, mas de sinal contrário, porque os dois preços movem-se na mesma direção e com a mesma duração, originando uma cobertura perfeita. Mas nem sempre esta situação ocorre, criando o risco de base.

O **risco de indivisibilidade** ocorre quando a quantidade necessária não coincide com a quantidade-padrão do contrato de futuros. Neste caso é necessário calcular o rácio de cobertura que corresponde ao quociente entre a posição no mercado de futuros e a posição que se quer cobrir no mercado *spot*.

Exemplo: Se pretender fazer um futuro sobre 450 barris de petróleo, mas os contratos na bolsa são realizados em blocos de 100 barris, o investidor terá de optar por fazer quatro contratos (400 barris) ou cinco contratos (500 barris), ficando com uma exposição (por insuficiência ou por excesso) de 50 barris de petróleo.

²⁷ O dia 17/06/2015 corresponde à terceira quarta-feira do mês de junho de 2015;

O **risco de correlação** sucede quando existe a necessidade de realizar a cobertura de um ativo subjacente que não é comercializado na bolsa, sendo necessário escolher outro ativo que tenha a correlação mais aproximada ao ativo pretendido, isto é, que a evolução dos preços seja a mais idêntica possível entre eles.

Os riscos mencionados dificultam as operações de cobertura, devendo a empresa escolher um contrato que seja o mais aproximado das suas pretensões, em quantidade, qualidade e prazo. A cobertura para ser considerada perfeita é necessária que seja direta (o ativo subjacente igual), de montante igual e que a sua extinção coincida com o prazo de maturidade do ativo subjacente.

• **Intervenientes dos Futuros**

Os intervenientes no mercado de futuros, segundo Bastardo (2011) são:

- Investidores (compradores e vendedores): são os principais intervenientes nas bolsas de futuros. São eles que pretendem atuar no mercado dando as ordens de compra/venda de contratos, através dos intermediários financeiros.

- Intermediários financeiros: Atuam como interligação entre os investidores e o mercado, com a função de intermediar as intenções dos investidores, executando as ordens recebidas de compra/venda dos contratos de futuros, através de um sistema informático de negociação.

- Entidade gestora da bolsa de futuros: A sua função é a criação da lista dos contratos de futuros que irão ser negociados e a sua publicação. Define as normas, regulamentos e legislação que rege o funcionamento do mercado. Facilita o acesso a toda a informação relevante disponibilizando a todo o momento para os intervenientes do mercado.

- Câmara de Compensação (*Clearing House*): Funciona como intermediário que liga cada uma das partes do contrato de futuros e responde em termos legais perante os mesmos. Elimina o risco de incumprimento, através do mecanismo de margens, garantindo a liquidez e os pagamentos em caso de incumprimento do outro interveniente. Pode funcionar de forma autónoma ou ser uma divisão da entidade gestora da bolsa.

• **Processamento dos Futuros**

Segundo Porfírio (2003) no processamento da ordem de compra/venda dos contratos, a câmara de compensação exige um depósito de garantia - margem inicial - que serve como garantia em caso de incumprimento do pagamento. A margem inicial varia mediante os contratos e/ou as bolsas e representa uma percentagem do valor total dos contratos que

normalmente situa-se entre 5% a 15%. O pagamento da margem inicial é depositado numa conta-margem.

A conta-margem servirá, além do recebimento da margem inicial, para registar as variações diárias das posições (*mark-to-market*), ou seja, a conta-margem será debitada ou creditada consoante respetivamente os proveitos ou custos diários, decorrentes da diferença entre a taxa de câmbio contratada e a taxa *spot* do dia. Este ajuste diário confere uma diminuição do risco.

Na conta-margem é estabelecida uma margem mínima ou margem de segurança, que corresponde normalmente a 75% da margem inicial. Caso seja ultrapassada, será necessário reforçar imediatamente, assegurando valores mínimos na conta-margem, caso contrário a posição será automaticamente liquidada a preço de mercado. Pode também ser definida uma margem máxima. Quando o saldo acumulado supera a margem, o detentor terá o direito de levantar os fundos em excesso.

As variações diárias são delimitadas por variações mínimas ou *tick points* (normalmente a variação é de 1 *basis points* = 0,01%) que se não forem atingidas, não existe qualquer necessidade de depósito na conta-margem. Pode também existir variações máximas definidas pela câmara de compensação, que se forem ultrapassadas, levam ao encerramento das negociações sobre os contratos e à reposição dos valores nas respetivas contas-margem.

O fecho das posições num contrato de futuros, segundo Antunes (2008) significa eliminar qualquer obrigação futura sobre o mesmo. O fecho pode ser realizado de duas formas.

A primeira forma é do modo normal da operação, onde no final do prazo estabelecido (data de vencimento) ocorre o pagamento do contrato pelo valor diferencial entre o preço de exercício do contrato e o preço *spot*. Apesar de ser o modo normal é a modalidade menos frequente de extinção de futuros. A segunda forma é através da abertura uma operação contrária (compra/venda) da operação inicial (venda/compra) antes do prazo de vencimento da operação, anulando por compensação a sua posição inicial no mercado (*closing-out*).

A extinção dos contratos também pode ocorrer por razões extraordinárias, como são os casos de um elevado aumento do preço (ultrapassando as variações máximas) ou por incumprimento dos deveres de um dos intervenientes perante a câmara de compensação.

• Posicionamento no Mercado de Futuros

Os intervenientes, conforme Silva *et al.* (2013), podem assumir dois tipos de posições no mercado de futuros: posição longa (ou de compra) ou uma posição curta (ou de venda).

- **Posição Longa (ou de compra)**

Segundo o mesmo autor uma posição longa (ou *long*) significa que o interveniente assume uma posição compradora de futuros. Esta posição serve para cobrir o risco de subida do preço do ativo subjacente, sendo utilizada quando o comprador necessita de adquirir o ativo no futuro, a um preço pré-fixado, ou garantir uma taxa de investimento a fazer no futuro.

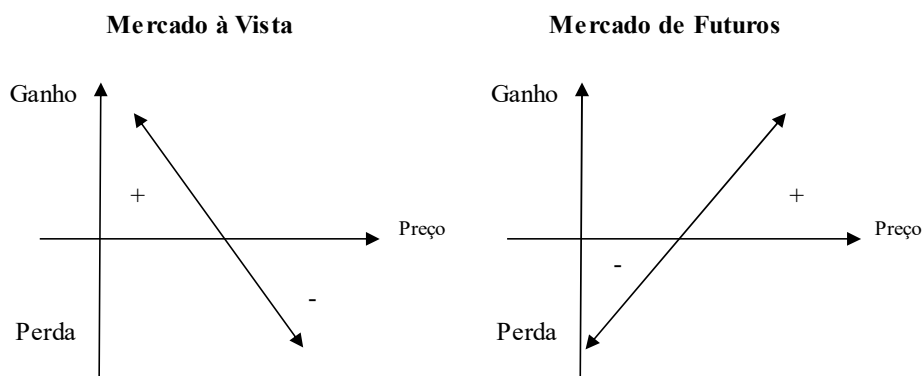


Figura 2: Representação gráfica da posição no mercado à vista e no mercado de futuros, numa posição longa.

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

No mercado à vista, o comprador possui uma posição curta, isto é, necessita de adquirir o ativo subjacente. Neste sentido, assume uma posição longa no mercado de futuros, criando uma posição oposta que protege o comprador da subida de preços no mercado. Assim a perda no mercado à vista é compensada pelos ganhos nos contratos de futuros.

A compra de um futuro só será lucrativa se o preço de exercício do futuro for menor que a taxa *spot* no mercado. Caso se verifique a situação contrária, o resultado do futuro será negativo. Numa cobertura longa se a base (*spot* - futuro) aumenta, o contrato terá um valor negativo, mas se a base diminuir, o contrato originará um ganho.

- **Posição Curta (ou de venda)**

O mesmo autor menciona que uma posição curta (ou *short*) significa que o interveniente assume uma posição vendedora de futuros. Esta posição serve para cobrir o risco da descida do preço do ativo subjacente, sendo utilizada quando o vendedor possui o ativo e tenciona vendê-lo no futuro, definindo o seu preço.

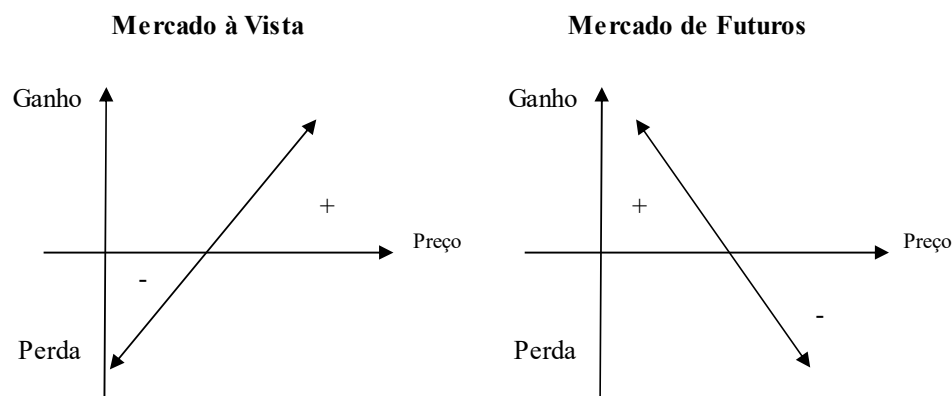


Figura 3: Representação gráfica da posição no mercado à vista e no mercado de futuros, numa posição curta.

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

O investidor no mercado à vista possui uma posição longa, ou seja, possui o ativo subjacente. Neste sentido, assume uma posição curta no mercado de futuros, originando uma posição oposta que protege o comprador da descida de preços no mercado. A descida do preço à vista é compensada pelos ganhos nos contratos de futuros.

A venda de um futuro só será lucrativa se o preço de exercício do futuro for superior que a taxa *spot* no mercado. O resultado do futuro será negativo, caso se verifique a situação contrária. Numa cobertura curta, se a base aumentar irá produzir um efeito positivo, enquanto a diminuição da base proporcionará um resultado negativo no contrato.

2) Opções

Os contratos de opções são contratos em que o comprador adquire o direito de opção, e não a obrigação de comprar (*call option*) ou vender (*put option*) um ativo subjacente, a um preço (*strike price*), numa ou até uma determinada data futura, mediante o pagamento de um prémio na data de aquisição (Bastardo, 2011), (Silva *et al.*, 2013).

Segundo Porfírio (2003) os contratos de opções, ao contrário dos contratos de futuros, possibilitam cobrir uma evolução desfavorável dos preços mas simultaneamente permitem obter ganhos de uma evolução favorável dos mesmos, devido à opção de executar ou não o contrato.

A sua principal vantagem é o direito de opção do comprador que assim garante a possibilidade de um ganho ilimitado e a certeza de uma perda limitada, enquanto o vendedor tem a certeza de um ganho limitado e o risco de uma perda ilimitada.

O prémio pago pelo comprador ao vendedor serve como compensação do risco que o vendedor corre. O pagamento do prémio é definitivo, isto é, não será reembolsado ao comprador, mesmo que esse não exerça o contrato. O valor do prémio corresponde à soma do valor intrínseco da opção (valor caso fosse exercida no imediato) mais um montante adicional que representa o tempo até à data de vencimento e a possibilidade de ocorrência de uma evolução favorável do preço durante este tempo.

As opções são consideradas um jogo de soma nula, ou seja, a soma dos resultados é igual a zero sendo o ganho de uma das partes igual à perda da outra.

Apesar das suas finalidades protetivas, as opções são um dos mais eficientes instrumentos especulativos, graças ao efeito de alavancagem financeira e a sua limitação entre ganho e perda. Segundo Antunes (2008) as opções de compra são apetecíveis para investidores otimistas (*bullish*), que arriscam no aumento das cotações. As opções de venda são desejáveis para investidores pessimistas (*bearish*), que receiam a sua descida.

A sua comercialização tem origem em bolsas organizadas (*exchange-listed options*), mas rapidamente passaram também a ser comercializadas em mercado OTC (ou de balcão) onde se realizam quase todos os tipos de negociações.

As principais diferenças entre a negociação nos dois mercados são:

Quadro 4: Diferenças entre os contratos de opções em mercado organizado e OTC.

Contratos em Mercado Organizado	Contratos no Mercado OTC
Contratos Estandarizados	Contratos por medida, negociados pelos intervenientes
Maior Liquidez	Menor Liquidez
Maioritariamente Opções Americanas	Maioritariamente Opções Europeias
Comercializadas apenas as divisas mais importantes	Comercializadas todas as divisas com possibilidade de <i>Cross-Rates</i>
Prazos máximos normalmente de um ano	Prazos máximos até cinco anos
Pagamento de Margens (Prémio+Margem máxima)	Pagamento único do prémio
Risco de Crédito é com a Bolsa	Risco de Crédito é da Contraparte
Elevada possibilidade de anulação da posição	Maior dificuldade de anulação de posições

Fonte: Adaptado Porfírio (2003)

A principal vantagem do mercado OTC é a possibilidade de uma negociação individualizada adaptada às necessidades dos investidores. Como desvantagens apresentam a possibilidade do risco de contraparte assumida totalmente pelas partes envolvidas, a falta de liquidez devido a ausência da câmara de compensação, o custo mais elevado do que uma operação a prazo e a obrigação do pagamento imediato do prémio.

A extinção dos contratos de opção, segundo Antunes (2008) pode ocorrer através da modalidade mais comum, a reversão de posições (efetuar uma operação inversa da original), por a caducidade da opção (não exercício até data de vencimento da opção), o exercício da opção (realização da transação inerente ao contrato, obrigando o vendedor a efetuar a transação). No caso de opções negociadas em bolsa, a extinção também pode acontecer por incumprimento dos deveres perante a bolsa.

• Modalidades de contratos de Opções

As modalidades existentes no mercado de opções são as opções europeias, opções americanas e opções asiáticas.

Segundo Porfírio (2003) as **opções europeias** apenas podem ser exercidas na sua data de vencimento. Nas **opções americanas** o contrato poderá ser exercido em qualquer momento até a sua data de vencimento. As opções americanas constituem assim um risco maior para o vendedor porque poderá assumir maiores perdas devido a opção de o comprador escolher o momento de execução, de forma a potenciar os seus ganhos. Por este motivo, o prémio a pagar por opções americanas é superior as opções europeias.

As **opções asiáticas** ou opções de valor médio são uma opção em que o resultado é calculado através da média das cotações do ativo subjacente durante um período de tempo e não pela cotação do subjacente na maturidade (Kao & Li, 2007). As opções asiáticas têm como finalidade impedir que os *traders* tenham tendência a manipular a cotação do ativo subjacente na data de maturidade, algo que pode acontecer nas outras duas opções (especialmente na europeia).

• Estratégias de atuação no mercado de Opções

As opções são instrumentos utilizados quando o risco cambial que se visa cobrir é de montante incerto. As estratégias de atuação podem ser através de uma opção de compra (*call option*) ou com uma opção de venda (*put option*). Sobre os tipos de opções, as mais usuais e básicas são as *Vanilla Options*, existindo, entretanto, um leque variado de outros tipos de opções como as *Exotic Options*, *Combinations* e as *Options Spreads*.

• Call Option

Segundo Porfírio (2003), Antunes (2008) e Bastardo (2011) as opções de compra (*call options*) concedem ao seu titular o direito (e não a obrigação) de comprar um ativo, numa data futura, a um preço previamente determinado, em contrapartida do pagamento de um prémio. A

compra desse direito é determinada de *long call* ou compra longa e a venda deste direito é uma *short call* ou compra curta.

A *call option* protege as empresas da depreciação da moeda, sendo muito utilizada por importadores. Este tipo de opções pode ser utilizado também como instrumentos de cobertura de carteira acionista.

O comprador de uma *call option* paga o prémio para ter o direito de optar na data de vencimento, pela compra ou não do ativo financeiro. O comprador adquire este direito com uma perspectiva que o preço suba para vender a um preço superior, obtendo o lucro ou simplesmente para a realização de *hedging*.

O vendedor não tem a certeza da venda do ativo ao preço acordado, esperando pela decisão do comprador, mas tem a expectativa que o preço se mantenha estável ou diminua. A perda do valor do ativo é compensada, total ou parcial, por o recebimento do prémio.

Em suma, o comprador só exercerá a opção caso a taxa *spot* do ativo esteja superior ao preço de exercício. O ganho imediato resulta da diferença entre o preço *spot* do ativo e o preço de exercício da *opção call*, compensado o prémio pago pela compra do contrato de opções.

Graficamente, uma *call option* representa-se da seguinte forma: (onde o S = *strike price* e P_e = preço de exercício).

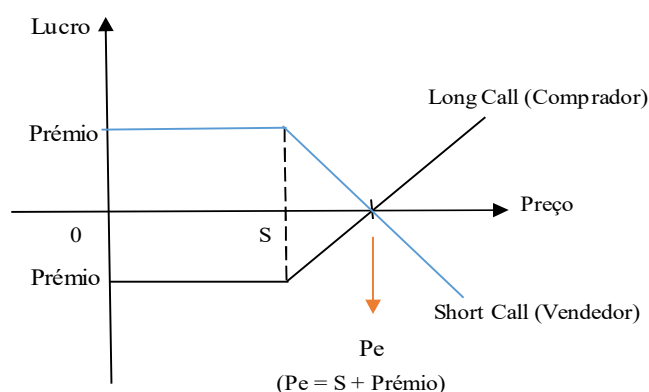


Figura 4: Representação Gráfica de uma *Call Option*.

Fonte: Adaptado de Bastardo (2011).

A posição de *long call*, pode representar para o seu comprador uma perspectiva de um prejuízo limitado ao prémio mas também de ganhos ilimitados. A posição de *short call* pode significar o inverso, a possibilidade de ganhos limitados e de prejuízos ilimitados.

• Put Option

Segundo os mesmos autores as opções de venda (*put options*) atribuem ao seu titular o direito (e não a obrigação) de vender um ativo, numa data futura, a um preço previamente determinado, em contrapartida do pagamento de um prémio. A *put option* protege as empresas da valorização da moeda, sendo muito utilizada por exportadores. A compra desse direito é determinada de *long put* ou venda longa e a sua venda designada de *short put* ou venda curta.

O comprador de uma *put option* paga um prémio para ter o direito de optar no vencimento, pela venda ou não do ativo financeiro. O comprador adquire este direito com a perspetiva que o preço desça para vender a opção a outro comprador por um preço mais alto do que no mercado *spot*, obtendo assim o ganho.

O vendedor da opção não tem a certeza da compra do ativo ao preço acordado, ficando na expectativa da decisão do comprador da *put option*, mas tem a expectativa que o preço se mantenha estável realizando um ganho (prémio) sem ter de comprar a opção.

Em suma, o comprador só exercerá a opção caso a taxa *spot* do ativo esteja inferior ao preço de exercício. Se isso não se verificar, a opção não será executada acabando por caducar.

Graficamente, uma *put option* representa-se da seguinte forma: (onde o S = *strike price* e P_e = preço de exercício).

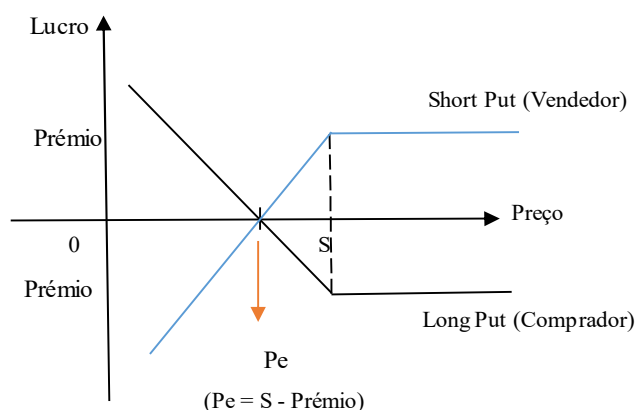


Figura 5: Representação Gráfica de uma *Put Option*.

Fonte: Adaptado de Bastardo (2011).

Numa *long put* o seu comprador terá uma perspetiva de um ganho quase ilimitado (se o preço for positivo) sempre com a certeza de um prejuízo limitado ao prémio. A posição de *short put* oferece uma perspetiva de um ganho limitado sempre com o risco de um prejuízo quase ilimitado.

• Valor intrínseco das Opções

Segundo Silva *et al.* (2013) o valor de uma opção depende da relação entre o *strike price* (preço acordado) e o preço do ativo à vista (preço *spot*). Este valor pode encontra-se em três situações:

• *In the Money* (ITM):

A opção está *in the money* ou acima do par, quando o seu valor intrínseco é positivo. Significa que o *strike price* oferece uma condição vantajosa para o comprador da opção face ao preço no mercado *spot* e ao prémio pago. Existe assim um ganho na operação e a opção deverá ser exercida.

• *Out of the Money* (OTM):

A opção está *out the money* ou abaixo do par, quando o seu valor intrínseco é negativo. O *strike price* proporciona ao seu detentor uma posição desfavorável face ao preço no mercado *spot* e ao prémio por ele pago. A opção não deverá ser exercida, porque no mercado à vista as condições são mais vantajosas, sendo a perda do comprador limitada ao prémio pago.

• *At the Money* (ATM):

A opção está *at the Money*, ou ao par, quando o seu *strike price* for igual ao preço de mercado *spot* e ao prémio por ele pago. Nesta situação para o comprador será indiferente optar pelo cumprimento do contrato ou não. Caso não exerça a perda será unicamente o valor do prémio pago ao vendedor.

Segundo Bastardo (2011), o valor intrínseco de uma opção de compra (*call option*) estará:

- *In-the-Money*: quando preço *spot* é maior que o preço de exercício;
- *At-the-Money*: quando o preço *spot* é igual ao preço de exercício;
- *Out-the-Money*: quando o preço *spot* é menor que o preço de exercício;

O valor intrínseco de uma opção de venda (*put option*), segundo o mesmo autor estará:

- *In-the-Money*: quando preço *spot* é menor que o preço de exercício;
- *At-the-Money*: quando o preço *spot* é igual ao preço de exercício;
- *Out-the-Money*: quando o preço *spot* é maior que o preço de exercício;

3) *Swaps*

Segundo Antunes (2008) o *swap* é um contrato em que dois intervenientes se obrigam a realizar trocas entre eles, durante um período de tempo. Com a sua realização, permite trocar a sua posição e/ou modificar o risco de exposição, por um determinado período de tempo.

O *swap* cambial consiste num contrato de troca entre duas partes para efetuarem pagamentos recíprocos, de um montante em duas moedas diferentes, trocando simultaneamente as posições de capital e de juros durante o período de tempo do contrato. A troca de valores, normalmente é efetuada pelo valor líquido, existindo apenas um fluxo monetário de um sentido.

Atualmente os *swaps* de taxa de juro são os mais utilizados, mas o *swap* cambial é a forma primogénita desse tipo de proteção, utilizada como método para ultrapassar os rigorosos controlos cambiais nacionais utilizados na década de 70, sendo o primeiro *swap* cambial ocorrido em 1981 entre a IBM e o Banco Mundial (Ferreira, 2011).

• Caracterização do mercado de *Swaps*

Segundo Antunes (2008) e Silva *et al.* (2013) os *swaps* são contratos que envolvem mais que uma moeda, onde existe sempre uma troca de capital no fim do contrato (pode ocorrer no início, embora não seja obrigatório). O seu custo é maior devido a ser uma operação com risco superior devido a implicar troca de capital nocional²⁸.

Na realização de um *swap* cambial efetuam-se duas operações cambiais interligadas: uma onde se realiza a troca de duas moedas à taxa de câmbio *spot* em vigor na data de contratação e, simultaneamente, a inversão da transação inicial a uma taxa de câmbio *forward* previamente acordada, numa data específica.

Os contratos de *swaps* oferecem a possibilidade de um interveniente ter acesso a um mercado de forma mais vantajosa do que outro interveniente. Esta vantagem comparativa é depois partilhada pelos intervenientes com o objetivo de reduzir custos.

São instrumentos de cobertura de risco, que permitem, às empresas, salvaguardarem-se das consequências adversas das oscilações desfavoráveis das taxas de câmbio, representando vantagens significativas para as empresas que passam a dispor de um instrumento distinto para modificarem as suas posições cambiais, em função da política de gestão de risco seguida.

²⁸ Capital nocional ou montante teórico é o capital de referência de um instrumento financeiro (Banco de Portugal, 2015).

Segundo os mesmos autores, os derivados além de serem um instrumento de cobertura de risco, podem ser utilizados também para finalidades arbitragistas, especulativas, de financiamento e contabilísticas.

Nas operações de *swap*, os riscos envolvidos na operação são principalmente de dois tipos: risco de contraparte e o risco de mercado. O risco de contraparte consiste no risco que a empresa corre quando a contraparte da operação não cumpre com as obrigações assumidas. O risco de mercado está relacionado com as alterações que podem ocorrer no mercado, que tornem a operação menos atrativa do que no momento da data de celebração do contrato.

• Comercialização de *swaps*

Para a realização de um *swap* de modo vantajoso, é indispensável que todos os intervenientes encontrem vantagens comparativas, a fim de saírem beneficiados com a operação. Assim, para que o *swap* seja realizado, é necessário “apenas” encontrar uma contraparte, que no mínimo, tenha as necessidades oposta às da empresa. Mas este encontro é de difícil execução, sendo a forma mais usual, a utilização de uma instituição financeira que através, da sua gestão de tesouraria, pode rapidamente realizar este tipo de operação ou servir de intermediário (ISGB, 2005).

Os contratos de *swaps* são normalmente transacionados em mercado OTC, sendo o contrato negociado pelos intermediários financeiros, tendo uma estrutura bilateral e individualizada mediante as necessidades dos intervenientes (não excluindo a existência de uma padronização mínima).

A instituição financeira (por norma um banco comercial) tem como função realizar a operação e assegurar a liquidação dos pagamentos. A atuação da instituição financeira tem uma importância significativa por oferecer vantagens às partes, entre as quais o encontro de posições cambiais simétricas e a diminuição do risco de crédito. Permite que a operação se realize entre empresas com diferentes níveis de risco, a flexibilidade das operações em termos de montantes e prazos e a diminuição dos custos administrativos com o *swap* e dos respetivos fluxos de pagamento.

As instituições financeiras, como intermediárias, podem atuar em seu próprio nome (*swaper* profissional). Segundo Antunes (2008) devido à dificuldade de encontrar investidores com posições simétricas opostas, ultrapassam esta questão, atuando diretamente como contraparte dos seus clientes, procurando oferecer soluções e em simultâneo explorar um negócio rentável.

Para garantir a contínua vantagem do uso do *swap* é necessário à sua avaliação periódica. A avaliação é realizada comparando os fluxos do contrato de *swap*, com os resultados para a empresa caso estivesse a atuar sem este tipo de proteção cambial. Assim deve-se calcular a diferença entre o *swap* e o valor de reposição do *swap*, sendo esta diferença igual do que as taxas no mercado ofereceriam para se fazer um *swap* contrário, com o fim de anular a posição detida pela empresa.

Caso se verifique que o *swap* deixa de proporcionar um ganho, a posição no mercado pode ser anulada através da entrega da posição a uma terceira entidade (mediante um encontro de contas realizado no momento do encerramento da posição), com a realização de um *swap* reversal (anulando a posição do *swap* inicial) ou com término antecipado da operação (com o acordo da contraparte, realizado o respetivo acerto de contas).

- **Tipos de Swaps**

- ***Foreign Exchange Swap* (ou *Swap Simples*)**

O *Foreign Exchange Swap* é um tipo de *swap* onde se troca uma divisa por outra, acordando simultaneamente que, apenas na data de vencimento da operação, se realiza a troca dos capitais iniciais, trocam-se igualmente os juros respetivos, às taxas inerentes a cada moeda.

- ***Currency Swap* ou *Swap* de divisa à taxa fixa**

No *Currency Swap* é acordado que apenas se altera a divisa, utilizando para a divisa adquirida uma taxa fixa. Este *swap* implica a troca periódica ao longo da duração da operação, dos valores de juros vencidos. Por exemplo, a transformação de um empréstimo à taxa fixa em USD por um empréstimo à taxa fixa em EUR.

- ***Currency Coupon Swap***

O *Currency Coupon Swap* é a troca de uma operação financeira à taxa fixa numa divisa, por outra divisa, mas com taxa variável. Além do capital, é acordado a troca periódica ao longo da vida do *swap* dos juros às taxas definidas na operação. Por exemplo, o financiamento a uma taxa variável em GBP por um financiamento em USD à taxa fixa.

- ***Currency Basis Swap***

O *Currency Basis Swap* consiste na troca da operação financeira em divisas diferentes, não se alterando a natureza de taxa variável aplicada a cada uma delas, sendo simultaneamente efetuada a troca de juros entre os intervenientes. Por exemplo, a troca de um endividamento em USD à taxa variável num endividamento em EUR à taxa variável.

PARTE II – CASO PRÁTICO

5. Metodologia e Hipótese

Nesta parte II do trabalho apresenta-se o caso prático realizado que incidiu sobre a sociedade *Alfa*²⁹, uma sociedade comercial que labora em Angola no ramo da venda de produtos farmacêuticos. A sociedade *Alfa* apesar de ter a maioria da sua atividade em moeda local (kwanza), possui posições em moeda estrangeira, no caso em dólares e euros. A sua exposição em moeda estrangeira coloca a sociedade exposta ao risco cambial porque tem a necessidade de efetuar pagamentos nessas moedas.

O desenho metodológico a seguir descrito teve como objetivo testar a hipótese deste trabalho de investigação que tem a seguinte formulação:

Dada a exposição da sociedade *Alfa* ao risco cambial, a prevenção desse risco deveria ser realizada através da contratação dos instrumentos adequados ao seu caso: opções e futuros.

A metodologia utilizada nesta parte II consistiu em:

- Observar a evolução das taxas de câmbio USD/AOA e EUR/AOA no período de estudo (de 01/01/2013 até 31/08/2015). O objetivo da observação das taxas de câmbio é de compreender melhor o risco cambial, porque do seu valor depende a quantidade de moeda local necessária para pagar os valores em moeda estrangeira.

- Efetuar a avaliação dos riscos, com a escolha e aplicação da técnica de avaliação e análise de risco de *stress test*, descrita no ponto 3.4, às exposições da sociedade *Alfa* em estudo. O objetivo da realização do *stress test* é a medição dos impactos financeiros (perdas) que a sociedade poderia estar sujeita devido a variações da taxa de câmbio.

- Selecionar, fundamentar e ensaiar as técnicas de proteção do risco cambial, internas e externas, que a sociedade *Alfa* deveria adotar para minimizar as eventuais perdas. No caso das técnicas externas, descritas no ponto 4.2.2, ensaiaram-se futuros e opções como instrumentos financeiros de proteção do risco cambial como os mais adequados à situação desta sociedade que se aplicaram à exposição em dólares e euros.

A realização desses ensaios tem o objetivo de quantificar e apresentar os impactos que a evolução das taxas de câmbio USD/AOA e EUR/AOA poderia ter na sua atual situação financeira e de como esses impactos poderiam ter sido prevenidos.

²⁹ Nome fictício de modo a salvaguardar a confidencialidade solicitada pela sociedade analisada. Por este motivo, será descrito apenas o essencial sobre a sociedade, nomeadamente as questões financeiras importantes para a realização do estudo de caso.

Por fim confrontou-se a gestão financeira da sociedade *Alfa* com os resultados obtidos nos ensaios, através de entrevista (conforme guião no anexo E). Esta entrevista visou conhecer a sua perceção quanto aos instrumentos financeiros de proteção do risco cambial e a apreciação que faz dos resultados obtidos caso tivesse optado por contratar os instrumentos ensaiados.

Esta metodologia visa testar a hipótese de que se a sociedade *Alfa* utilizar instrumentos de proteção do risco cambial evita perdas significativas no valor da sociedade.

Sublinhe-se que para a realização da parte II, a data de referência utilizada nas demonstrações financeiras da sociedade *Alfa* e das taxas de câmbio USD/AOA e EUR/AOA é de dia **31 de agosto de 2015**³⁰.

5.1. Apresentação da Empresa

A sociedade *Alfa* é uma sociedade comercial com sede na província de Luanda, em Angola, que opera no mercado angolano desde 2008, com 17 empregados, volume de negócios em 2014 de 1 174 500 229 AOA e que apresentou no ano de 2014 um resultado antes de impostos (RAI) de 457 447 238 AOA.

A sociedade *Alfa* é uma sociedade comercial de plenos direitos ao abrigo da legislação angolana, mas é importante referir que está inserida num grupo empresarial multinacional.

A sua atividade consiste na aquisição, distribuição e venda de produtos farmacêuticos, bem como quaisquer atividades comerciais conexas. As suas relações comerciais consistem na venda dos produtos a hospitais e clínicas médicas angolanas, incluindo a prestação de serviços relativos a manutenção do equipamento médico. Relativamente à aquisição de produtos farmacêuticos, é realizada exclusivamente com Portugal (através de uma empresa do mesmo grupo empresarial) enquanto que os fornecimentos e serviços externos são realizados com empresas angolanas.

As suas receitas provêm dos recebimentos dos seus clientes em kwanzas. Os seus pagamentos são realizados maioritariamente em moeda local (referente às compras e serviços adquiridos) mas também possui obrigações em euros (devido as compras realizadas à sociedade portuguesa) e em dólares (um empréstimo da empresa-mãe e em casos muito pontuais e pagos de imediato relacionados com os processos de importação).

³⁰ Esta data foi escolhida como data de referência devido aos dados financeiros fornecidos pela sociedade *Alfa* serem referentes ao dia 31 de agosto de 2015.

5.2. Angola

A República de Angola é um país localizado na costa ocidental de África, de língua oficial portuguesa, com uma área de 1.246.700 km² e uma população de 24,3 milhões de habitantes (INE Angola, 2014), sendo a sua capital Luanda.

A moeda oficial é o Kwanza (AOA)³¹. O Kwanza (AOK) foi oficializado como a primeira moeda oficial em 1976³² em substituição do escudo colonial. Ao longo dos anos o Kwanza foi substituído por novas moedas, como Novo Kwanza (AON) em 1990 e o Kwanza Reajustado (AOR) em 1995, mas devido a inflação crescente, a escassez de notas e com o objetivo de aumentar o poder de compra foi reintroduzido o Kwanza (AOA) em Dezembro de 1999 (ABANC, 2015).

Angola é um país rico em recursos naturais, em especial o petróleo que representa cerca de 50% do PIB, um valor superior a 70% das receitas fiscais e quase a totalidade das suas exportações. Por outro lado, a agricultura de subsistência é o principal recurso para a população, que ocupa 85% da sua força laboral, mas que só representa 10% do PIB. A indústria (61,4% do PIB) e os serviços (28,4% do PIB) empregam os restantes 15% da força laboral angolana (AICEP, 2015).

No relatório do BPI (2015), pode-se observar as perspetivas das três principais agências de *rating* sobre Angola. As agências de *rating* colocam o *rating* de Angola como especulativo (caso da *Moody's* e a *Fitch*) e altamente especulativo (*Standard & Poor's*), conforme as notações descritas no quadro 1 do ponto 2.2. Assim as agências consideram que a economia angolana está mais exposta às mudanças e apresentam uma possibilidade de risco de crédito, caso da situação económica agrave. Sobre o *outlook*³³, as agências referidas passaram a sua avaliação para negativo, indicando que notação de *rating* possa piorar num período futuro.

No quadro seguinte observa-se as notações da dívida externa de longo prazo.

Quadro 5: Notação da Dívida Externa de Longo Prazo

	S&P	Moody's	Fitch
Rating	B+	Ba2	BB-
Outlook	Negativo	Negativo	Negativo
Última Revisão (data)	14/08/2015	03/03/2015	27/03/2015

Fonte: Bloomberg; BPI (2015)

³¹ Código ISO 4217: 973 – AOA (ISO, 2015)

³² Lei da Moeda Nacional – Lei nº 71-A/76 de 11 de novembro

³³ O *Outlook* significa a perspetiva (*outlook notation*) da possível direção de alteração de uma notação no período de entre seis meses a dois anos seguintes.

• Economia de Angola

Além dos impactos internos, a posição externa de Angola tem-se deteriorado desde 2014, devido a queda do preço de petróleo, sendo prevista uma quebra nas receitas da exportação que poderá atingir 40% em 2015, mediante os dados disponíveis até julho. De acordo com os relatórios trimestrais do BAI Europa (2015) e BPI (2015), a análise às medidas rígidas impostas pelo governo de Angola, mostra que o impacto desejado na economia não tem corrido como se previa devido em parte à dificuldade de executar uma rigorosa contenção da despesa pública.

Sobre as **finanças públicas**, face à queda do preço do petróleo, o governo reviu o OGE ajustando-o para a realidade atual. O OGE aprovado em dezembro de 2014 estava assente num preço médio do barril de 81 USD, mas com a sua queda, o governo retificou o preço, no Orçamento de Estado Retificativo (OER) de fevereiro de 2015, para um valor de 40 USD por barril.

A **dívida pública** de Angola, devido à menor arrecadação de receitas fiscais (sendo prevista no OER que a queda das receitas fiscais seja de 36%, resultante essencialmente da diminuição das receitas petrolíferas) está mais dependente de financiamentos (internos e externos) para cumprir as suas obrigações. O OER prevê um aumento do *stock* de dívida pública para os 45,8% em vez dos 35,5% do PIB inicialmente previsto, composta por 24% de dívida externa e 21,8% de dívida interna (BAI Europa, 2015) (BPI, 2015).

• Indicadores Económicos angolanos

A contínua desvalorização do kwanza face ao dólar, agravando o preço dos produtos e da pauta aduaneira e o aumento dos preços dos combustíveis, deverão agravar a inflação em Angola (Montepio, 2015). A inflação, devido à subida da taxa de câmbio, cresceu durante o ano de 2015. Em agosto a inflação mensal fixou-se em 1,15%, com uma variação acumulada em 2015 de 8,20% (BAI Europa, 2015), (BNA, 2015).

O governo angolano no OGR reviu o crescimento económico para os 4,4% em vez dos 8,8% previstos no OGE. Mas o FMI prevê uma desaceleração para os 3,5% em 2015 e 2016 e que a recuperação económica só ocorra em 2017. A *Fitch* antecipa um crescimento de 3,3% para 2015, enquanto a *Standard & Poor's* e a *Moddy's* apontam para um crescimento de 3,5% e 4,1%, respetivamente (BAI Europa, 2015), (BPI, 2015).

A balança corrente deverá apresentar um saldo negativo de 7,7% do PIB, o primeiro negativo desde 2009, segundo uma análise recente da *Fitch*. O saldo da balança de pagamentos deverá ter um valor de 9,8% do PIB, segundo a mesma análise (BAI Europa, 2015).

• **Projeções Futuras para a economia de Angola**

Na visão do AICEP (2015) a estrutura do crescimento económico angolano continuará a ser intensiva em capital e dependente das importações de bens estratégicos e de consumo.

Dada esta dependência de importações, o principal desafio de Angola para conter a deterioração da balança comercial será o abrandamento do crescimento das importações. A desvalorização cambial deverá ajudar a abrandar o crescimento das importações (devido ao aumento dos preços dos bens), mas o fraco desenvolvimento das indústrias deverá continuar a dificultar o processo de substituir as importações por produtos de produção interna (BPI, 2015).

No mês de agosto de 2015 ocorreu uma visita do corpo técnico do FMI a Angola. Num comunicado emitido, o relatório do FMI prevê alguns pontos sobre a economia angolana (BAI Europa, 2015), (Montepio, 2015):

- Diminuição do crescimento médio do PIB, com uma variação não superior a 3,5% em 2015 e em 2016 e uma forte subida da inflação no final de 2015, com um abrandamento no início de 2016 e a sua recuperação só a ocorrer em 2017;
- Forte deterioração das contas externas, como resultado da queda das receitas da exportação de petróleo e da limitada capacidade da economia para substituir as importações;
- Redução do défice orçamental para 3,5% do PIB (inferior ao previsto por Angola no OER) devido as medidas impostas na revisão do OGE e um aumento da dívida pública para cerca de 57% do PIB, superior à previsão do OER (que foi de 45,8%) como atrás referido;
- Necessidade da preservação da solidez financeira do sistema bancário de forma a ser um pilar essencial para a recuperação da atividade económica;
- Necessidade de diversificar a economia, indicando a melhoria do clima de negócios, da qualidade das infraestruturas e do investimento em capital humano como fatores indispensáveis para esta diversificação.

• **Mercado Cambial**

A capacidade do Banco Nacional de Angola em defender a sua moeda depende das suas reservas em moeda estrangeira. Mas a queda do preço do petróleo coloca uma pressão acrescida na balança de pagamentos, a que se junta a limitação de transações em dólares, que conduziu a uma rápida e profunda desvalorização do kwanza (AICEP, 2015).

Devido à escassez de dólares e à falta de liquidez na economia provocada pela queda das receitas petrolíferas, o BNA realizou uma desvalorização do kwanza em aproximadamente

6%. No início de junho de 2015, o BNA informou que a taxa de câmbio média em dólares passava de 110,868 AOA por USD para 117,473 AOA por USD (BPI, 2015).

O BNA implementou outras medidas para atenuar a pressão sobre a taxa de câmbio, mas a tentativa de reduzir as tensões no mercado cambial, não surtiu o efeito desejado, continuando o elevado desequilíbrio entre a procura de divisas e a sua oferta para o sistema bancário. A tensão no mercado cambial angolano é traduzida em maiores prazos de espera para a cobertura cambial necessária à liquidação de operações comerciais e financeiras (BAI Europa, 2015), (BPI, 2015).

Uma questão importante no mercado cambial resulta do elevado *spread* entre as taxas de câmbio oficiais e no mercado de câmbio informal ou paralelo (aproximadamente 50%, podendo chegar aos 200 AOA por USD no “mercado de rua”), comprovando que ainda não foram resolvidos os problemas de liquidez da moeda e refletindo as expectativas de desvalorização e dos controlos cambiais (BAI Europa, 2015), (BPI, 2015).

6. Caraterização da Exposição ao Risco Cambial da Sociedade *Alfa*

A sociedade *Alfa*, apesar de ter a sua atividade maioritariamente em kwanzas, está exposta a obrigações em moedas estrangeiras. Na totalidade das suas exposições de longo prazo em moeda estrangeira existem duas situações que poderão ter um impacto significativo na sua situação financeira. Estas duas situações são:

- Empréstimo da sua casa-mãe realizado em 2012 no valor de 747 362 dólares;
- Dívida à sociedade Portuguesa, como sua fornecedora de produtos farmacêuticos, no valor de 22 890 647 euros;

A empresa possui outras exposições em moeda estrangeira, mas pela sua expressão global reduzida e para a realização do caso prático não serão consideradas, ao contrário das acima mencionadas devido ao seu valor e impacto significativo.

Contabilisticamente, a empresa converte as suas operações em moeda estrangeira à taxa de câmbio média em vigor à data de transação, disponibilizada pelo BNA.

Sobre as operações em moeda estrangeira, um fator importante que é necessário referir é que a empresa não utiliza qualquer proteção ao risco cambial, ficando assim exposta na sua totalidade ao risco cambial. É deste facto que decorre a presente investigação.

6.1. Evolução da Taxa de Câmbio

A sociedade detendo exposições em dólares e euros e tendo necessidade de realizar os pagamentos nestas moedas, está sujeita ao seu câmbio. Assim, as taxas de câmbio USD/AOA e EUR/AOA ganham uma grande importância. Nos anexos C e D, podem-se verificar a evolução diária das taxas de câmbio médias USD/AOA e EUR/AOA, respetivamente, disponibilizadas pelo BNA, desde 01/01/2013 até a 31/08/2015. Seguidamente será analisada individualmente a evolução de cada uma das taxas de câmbio referidas.

6.1.1. Taxa de Câmbio USD/AOA

A taxa de câmbio USD/AOA é a principal taxa de referência para o comércio em Angola, devido ao peso do dólar na economia. A comercialização do petróleo é realizada em dólares, é através dessa taxa que o BNA aplica as principais medidas/reformas para proteger a sua moeda e as reservas do país são em dólares.

De salientar, como referido no ponto 6.2, que no início de junho de 2015 o BNA desvalorizou a taxa de câmbio USD/AOA em 6%, devido à queda do preço do petróleo.

No quadro seguinte, podemos observar a variação trimestral e anual da taxa de câmbio média USD/AOA.

Quadro 6: Variação Trimestral e Anual da Taxa de Câmbio USD/AOA

Data	Taxa de Câmbio	Variação
01/01/2013	95,826	-
31/03/2013	95,984	0,16%
30/06/2013	96,157	0,18%
30/09/2013	97,393	1,29%
31/12/2013	97,619	0,23%
31/03/2014	97,612	-0,01%
30/06/2014	97,579	-0,03%
30/09/2014	98,319	0,76%
31/12/2014	102,863	4,62%
31/03/2015	107,992	4,99%
30/06/2015	121,361	12,38%
31/08/2015	125,783	3,64%

Data	Taxa de Câmbio	Variação
01/01/2013	95,826	-
31/12/2013	97,619	1,87%
31/12/2014	102,863	5,37%
31/08/2015	125,783	22,28%

Fonte: Elaboração Própria, com base no BNA (Anexo B)

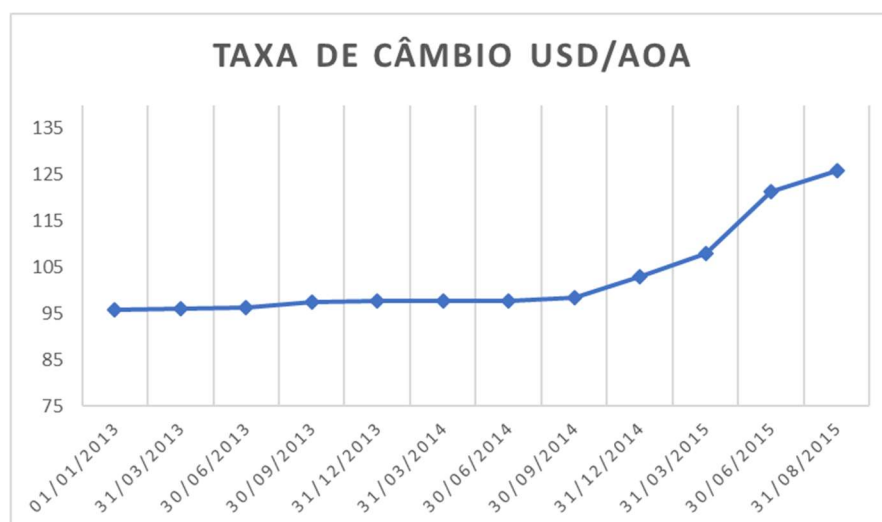


Gráfico 1: Evolução da Taxa de Câmbio USD/AOA

Fonte: Elaboração Própria (com base no quadro anterior)

Numa análise aos dados expostos, podemos retirar algumas conclusões, entre as quais:

- Verificando a taxa de câmbio inicial (01/01/2013) e a taxa de câmbio de referência (31/08/2015), a mesma passou de um valor 95,826 AOA para um valor de 125,783 AOA por USD, ou seja, uma valorização do dólar em 31,26%;

- A taxa de câmbio USD/AOA mostrou uma tendência de valorização do dólar durante o período analisado, com um crescimento de 1,87% em 2013, 5,37% em 2014 e 22,28% em 2015, com a exceção do período entre o primeiro e segundo trimestre de 2014, com uma desvalorização de 0,01% e 0,03%, respetivamente;

- Com o surgimento da crise do petróleo observou-se uma derrapagem da taxa de câmbio, no início do último trimestre de 2014, com um agravamento neste trimestre de 4,62%;

- Com a aprovação do OER e a desvalorização ordenada por o BNA, em junho de 2015, a taxa de câmbio atingiu a maior variação percentual com uma desvalorização do kwanza de 12,38% face ao trimestre anterior.

6.1.2. Taxa de Câmbio EUR/AOA

A taxa de câmbio EUR/AOA não possui uma importância tão elevada na economia angolana como a taxa em dólares, mas no caso da sociedade analisada esta taxa ganha uma especial relevância. Esta relevância surge devido a dívida que a sociedade *Alfa* possui perante a sociedade portuguesa num valor de aproximadamente 22,9 milhões de euros.

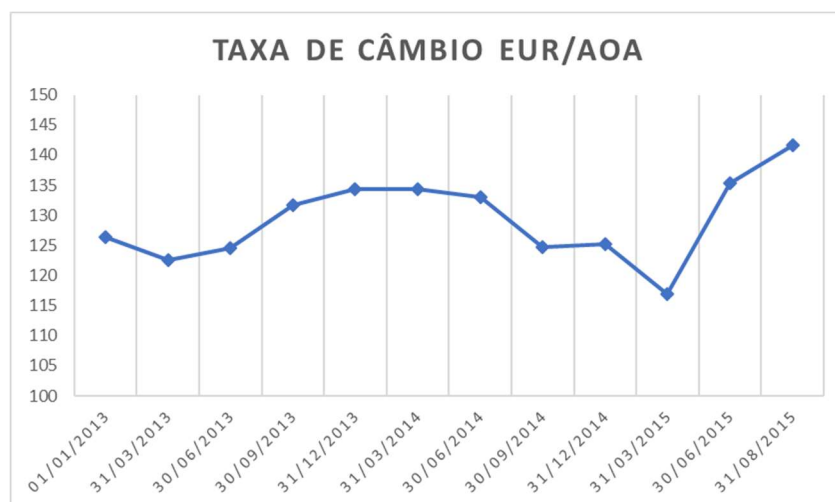
No quadro seguinte, podemos verificar a variação trimestral e anual da taxa de câmbio média EUR/AOA:

Quadro 7: Variação Trimestral e Anual da Taxa de Câmbio EUR/AOA

Data	Taxa de Câmbio	Variação
01/01/2013	126,375	-
31/03/2013	122,566	-3,01%
30/06/2013	124,490	1,57%
30/09/2013	131,652	5,75%
31/12/2013	134,386	2,08%
31/03/2014	134,328	-0,04%
30/06/2014	132,986	-1,00%
30/09/2014	124,751	-6,19%
31/12/2014	125,195	0,36%
31/03/2015	116,880	-6,64%
30/06/2015	135,330	15,79%
31/08/2015	141,644	4,67%

Data	Taxa de Câmbio	Variação
01/01/2013	126,375	-
31/12/2013	134,386	6,34%
31/12/2014	125,195	-6,84%
31/08/2015	141,644	13,14%

Fonte: Elaboração Própria, com base no BNA (Anexo B)

**Gráfico 2: Evolução da Taxa de Câmbio EUR/AOA**

Fonte: Elaboração Própria (com base no quadro anterior)

Numa análise aos dados expostos, podemos retirar algumas conclusões:

- A comparação entre a taxa de câmbio inicial (01/01/2013) e a taxa de câmbio de referência (31/08/2015) mostra uma variação de 12,08 %, passando de um valor de 126,375 AOA para um valor de 141,644 AOA por EUR, ou seja, uma valorização do euro em 15,269 kwanzas;
- A taxa de câmbio EUR/AOA, ao contrário da taxa USD/AOA, anteriormente analisada, registou uma variação mais instável durante o período analisado, com variações percentuais positivas e negativas;

- A evidência da instabilidade apresentada, pode ser verificada no facto de durante o ano de 2013 a taxa apresentou a tendência de valorização do euro em 6,34%, enquanto que no ano de 2014 verificou-se o inverso, ou seja, uma valorização do kwanza face ao euro em 6,84%;

- Nos primeiros oito meses de 2015, a taxa de câmbio EUR/AOA registou uma valorização do euro face ao kwanza de 13,14%, isto é, em termos monetários um euro valia na data de referência mais 16,449 AOA do que no final de 2014; passou de um valor de 125,195 AOA em 31/12/2014 para 141,644 AOA por um euro em 31/08/2015;

- O pico de variação da taxa de câmbio EUR/AOA ocorreu no segundo trimestre de 2015, acompanhado o crescimento também ocorrido na taxa de câmbio USD/AOA, com uma valorização do euro em 15,79% face ao trimestre anterior.

6.2. Avaliação dos Riscos da Empresa usando a metodologia do modelo de *Stress Test*

A sociedade *Alfa* devido às suas exposições em moeda estrangeira, tem sempre associado o risco de ocorrência de perdas quando a taxa de câmbio sobe, obrigando a pagar um valor maior em kwanzas pela mesma quantidade de dólares e/ou euros.

De forma a observar e quantificar o risco que a sociedade poderá ter estado sujeita, foi necessário realizar uma avaliação e análise desse risco. Esta avaliação foi executada através de modelos de avaliação e análise existentes, os quais foram explicados no ponto 3.4 dessa dissertação.

Para a metodologia de avaliação e análise do risco em dólares e euro utilizou-se o modelo de *Stress Test*. O *Stress Test* é uma técnica de gestão de risco que avalia e determina movimentos anormais ou extremos que possam ocorrer no mercado.

Como atrás visto, Angola neste momento passa por uma situação económica extraordinária devido à queda do preço do petróleo e da revisão em baixa dos seus principais indicadores, nomeadamente a taxa de crescimento. O conjunto desses fatores extraordinários que ocorrem na economia angolana permite que o *Stress Test* seja um modelo de válido para a realização de uma avaliação e análise ao risco cambial que a sociedade em estudo pode estar sujeita.

6.2.1. *Stress Test* sobre a Taxa de Câmbio USD/AOA

A realização de uma avaliação do risco através do modelo de *Stress Test* consiste na dinamização da taxa de câmbio de forma a verificar qual o impacto no valor a pagar na moeda local.

O *Stress Test* aplicado teve por posição base, a dívida da sociedade de 747 362 USD que corresponde a um valor nas suas contas de 76 875 960 AOA. Este valor em kwanzas corresponde ao registo dos valores em USD convertidos à taxa de câmbio média no dia de transação. Recorda-se que esta é a metodologia usada pela sociedade para o registo contabilístico das transações.

A execução do *Stress Test* no caso da exposição em USD da sociedade *Alfa*, consiste na dinamização da taxa de câmbio USD/AOA através da valorização do dólar face ao kwanza, porque um incremento da taxa de câmbio obrigará a empresa a pagar um valor maior em moeda local para o mesmo valor de dívida em USD.

O *Stress Test* apresenta os seguintes resultados:

Quadro 8: *Stress Test* aplicado à Taxa de Câmbio USD/AOA e ao valor em dívida.

Valor em USD	Taxa de Câmbio	Valor em AOA	Aumento	%
747 362		76 875 960	-	-
747 362	125,783	94 005 434	17 129 474	22,28%
747 362	130,000	97 157 060	20 281 100	26,38%
747 362	135,000	100 893 870	24 017 910	31,24%
747 362	145,000	108 367 490	31 491 530	40,96%
747 362	155,000	115 841 110	38 965 150	50,69%
747 362	175,000	130 788 350	53 912 390	70,13%
747 362	200,000	149 472 400	72 596 440	94,43%

Fonte: Elaboração Própria

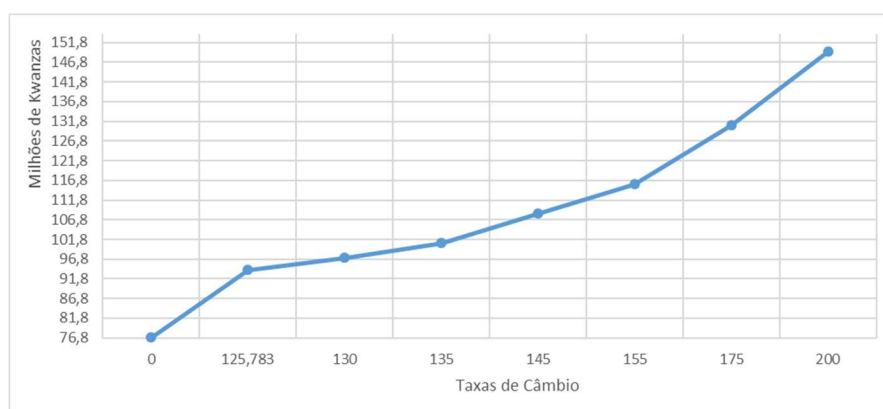


Gráfico 3: Evolução do valor a pagar em AOA em relação ao aumento da taxa de câmbio USD/AOA

Fonte: Elaboração Própria

Com a leitura desta avaliação podem-se deduzir algumas conclusões:

- A conversão do valor em dívida da sociedade *Alfa* à taxa de câmbio da data de referência (31/08/2015) - 125,783 AOA -, corresponde a um aumento da dívida em 22,28%. Isso significa que no caso da sociedade desejasse liquidar naquele dia a totalidade da sua dívida teria de pagar a mais 17 129 474 AOA (excluindo os custos inerentes a transação) do que o valor obtido na data do recebimento do empréstimo;

- Com uma valorização do dólar para os 145,00 AOA, um aumento de 19,217 AOA face ao câmbio do dia 31/08/2015 (muito semelhante ao aumento ocorrido nos primeiros oito meses de 2015), a empresa irá incorrer num acréscimo de 31 491 530 kwanzas, obrigando a um esforço financeiro de mais 40,96% do seu valor inicial;

- A sociedade teria um incremento de aproximadamente 50% no valor a pagar pela sua dívida, caso o dólar valorizar-se para os 155,00 kwanzas por USD. Isso significa que se o câmbio se valoriza 23% face ao câmbio do dia de referência, a sociedade tinha de despende mais 38 965 150 AOA para regularizar a sua dívida;

- Uma variação mais extrema, aplicando uma taxa de câmbio USD/AOA de 200,000 AOA por USD, poderia significar que teria de pagar praticamente o dobro pela sua dívida, originado um impacto no seu valor inicial de mais 94,43%. Esta percentagem significa que a sociedade teria de um custo extra de 72 596 440 AOA fazendo um total a pagar de 149 472 400 AOA pelos 747 362 USD.

Neste exemplo mais extremo fica demonstrado qual o risco que a sociedade pode incorrer caso a taxa de câmbio tenha uma valorização repentina (neste caso para 200,000 AOA por USD) e o esforço financeiro acrescido necessário para regularizar a sua dívida.

6.2.2. *Stress Test* sobre a Taxa de Câmbio EUR/AOA

O *Stress Test* realizado teve como base inicial, a dívida da sociedade à sua fornecedora num montante de 22 890 647 EUR que correspondem a um valor contabilístico de 2 861 355 860 AOA. Este valor em kwanzas corresponde ao registo contabilístico das compras em euros convertidos à taxa de câmbio média no dia da transação. Recorda-se que esta é a metodologia usada pela empresa para o registo contabilístico das transações.

Como efetuado no *Stress Test* anterior, a taxa de câmbio EUR/AOA foi dinamizada através da valorização do euro face ao kwanza, porque um acréscimo da taxa obrigará a empresa a pagar um valor superior em moeda local para mesma quantia de moeda estrangeira.

O *Stress Test* aplicado apresentou os seguintes resultados:

Quadro 9: *Stress Test* aplicado à Taxa de Câmbio EUR/AOA e ao valor em dívida.

Valor em EUR	Taxa de Câmbio	Valor em AOA	Aumento	%
22 890 647		2 861 355 860	-	-
22 890 647	141,644	3 242 322 804	380 966 944	13,31%
22 890 647	145,000	3 319 143 815	457 787 955	16,00%
22 890 647	160,000	3 662 503 520	801 147 660	28,00%
22 890 647	170,000	3 891 409 990	1 030 054 130	36,00%
22 890 647	180,000	4 120 316 460	1 258 960 600	44,00%
22 890 647	190,000	4 349 222 930	1 487 867 070	52,00%
22 890 647	200,000	4 578 129 400	1 716 773 540	60,00%

Fonte: Elaboração Própria

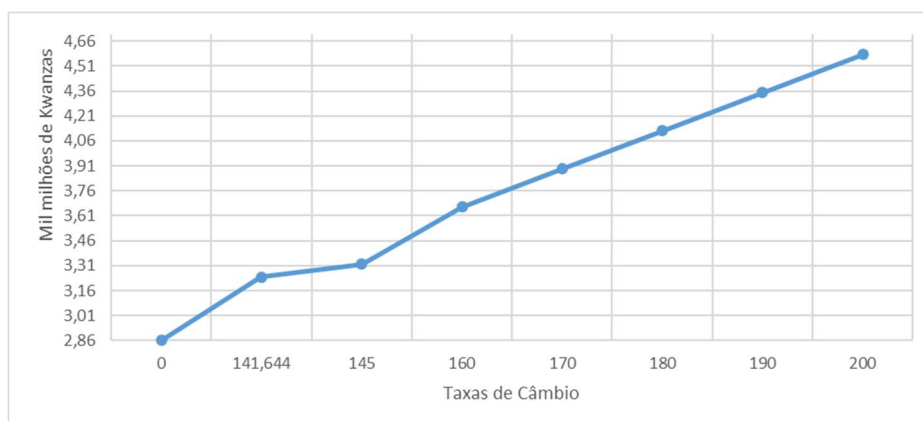


Gráfico 4: Evolução do valor a pagar em AOA em relação ao aumento da taxa de câmbio EUR/AOA

Fonte: Elaboração Própria

Com a leitura desta avaliação podem-se deduzir algumas conclusões:

- A conversão do valor em dívida da sociedade *Alfa* à taxa de câmbio da data de referência (31/08/2015) – 141,644 AOA –, corresponde a um acréscimo da dívida em 13,31%. Isso significa que se houvesse o pagamento da totalidade da dívida no dia 31/08/2015, a sua dívida em euros teria um acréscimo de mais 380 966 944 AOA (excluindo os custos inerentes a transação) do seu custo inicial da compra dos produtos;

- Uma valorização do euro para os 160,000, ou seja um aumento em 18,364 AOA face ao câmbio da data de referência (um acréscimo muito semelhante ao ocorrido nos primeiros oito meses de 2015), a empresa iria ter um custo acrescido de 801 147 660 kwanzas, obrigando a um esforço financeiro de mais 28% sobre o seu valor inicial;

• Na variação mais extrema aplicada nesse *Stress Test*, aplicando uma taxa de câmbio EUR/AOA de 200,000 pode-se apurar um impacto acrescido de 60% ao seu valor inicial. Este impacto significaria, que a sua dívida em euros teria um acréscimo de mais 1 716 773 540 AOA, passando para um valor total a pagar de 4 578 129 400 AOA em contrapartida dos 22 890 647 euros.

7. Técnicas de Gestão do Risco adequadas à Proteção Cambial da sociedade *Alfa* e os seus resultados

7.1. Posição Base

As demonstrações financeiras da sociedade *Alfa* à data de 31 de Agosto de 2015, apresenta os seguintes valores:

Quadro 10: Balanço e Demonstração de Resultados da Sociedade *Alfa* a 31/08/2015

Designação	31/08/2015
ACTIVO	
Activo não correntes:	
Imobilizações Corpóreas	70 130 063
Outros activos não correntes	0
<i>Sub-Total</i>	70 130 063
Activo correntes:	
Existências	305 994 855
Contas a receber	1 309 891 602
Disponibilidades	2 327 724 082
Outros activos correntes	53 133 618
<i>Sub-Total</i>	3 996 744 156
Total do activo	4 066 874 219
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	
Capital Próprio:	
Capital	9 500 000
Reservas	2 066 226
Resultados transitados	567 378 098
Resultados do exercício	103 364 208
Total do capital próprio	682 308 532
Passivo não corrente:	
Empréstimos de médio e longo prazos	76 875 960
<i>Sub-Total</i>	76 875 960
Passivo corrente:	
Contas a pagar	3 307 689 726
<i>Sub-Total</i>	3 307 689 726
Total do passivo	3 384 565 687
Total do capital próprio e passivo	4 066 874 219

Designação	31/08/2015
Vendas	658 497 371
Prestações de serviços	53 176 400
Outros proveitos operacionais	0
Total Proveitos	711 673 771
Custos das mercadorias vendidas	(415 731 309)
Custos como pessoal	(46 840 796)
Amortizações	(20 333 121)
Outros custos e perdas operacionais	(60 089 361)
Resultados operacionais	168 679 182
Resultados financeiros	(240 934)
Resultados não operacionais	(4 052 252)
Resultados antes de impostos	164 385 996
Imposto sobre os resultados correntes	(32 877 199)
Imposto Diferido	(28 144 589)
Resultados líquidos das actividades correntes	103 364 208
Resultado líquido do exercício	103 364 208

Fonte: Elaboração Própria com base nas contas da Sociedade *Alfa*

As posições em moeda estrangeira da sociedade *Alfa* estudadas neste caso prático (expostas no ponto 7) representam as seguintes situações nas contas da sociedade.

• Posição em USD

A dívida em dólares referente ao empréstimo recebido da empresa-mãe no valor de 747 362 USD que corresponde a 76 875 960 AOA, está representada na totalidade na rubrica de “*Empréstimo de médio e longo prazo*” do balanço da sociedade. O impacto dessa dívida apresenta-se no quadro seguinte.

Quadro 11: Peso da dívida em USD nas contas da sociedade *Alfa* em 31/08/2015

	Valor nas contas em 31/08/2015	Peso do valor em dívida nas contas da sociedade
Ativo	4 066 874 219	1,89%
Passivo	3 384 565 687	2,27%
Capital Próprio	682 308 532	11,27%
Disponibilidades	2 327 724 082	3,30%

Fonte: Elaboração Própria com base nas contas da Sociedade *Alfa*

Sobre a dívida em USD, verifica-se que apesar de ser uma quantia significativa, o peso que tem sobre as contas da sociedade é enquadrável na sua capacidade financeira. A dívida representa 2,27% do passivo total da sociedade em 31/08/2015 e sobre as suas disponibilidades representa apenas 3,30% da capacidade financeira da empresa em curto prazo.

• Posição em EUR

A exposição em euros relativa a dívida à sociedade portuguesa no valor de 22 890 647 EUR correspondente a 2 861 355 860 AOA, está inserido na rubrica de “*Contas a pagar*” do passivo corrente do balanço. O impacto dessa dívida apresenta-se no quadro seguinte.

Quadro 12: Peso da dívida em EUR nas contas da sociedade *Alfa* em 31/08/2015

	Valor nas contas em 31/08/2015	Peso do valor em dívida nas contas da sociedade
Ativo	4 066 874 219	70,36%
Passivo	3 384 565 687	84,54%
Capital Próprio	682 308 532	419,36%
Disponibilidades	2 327 724 082	122,93%

Fonte: Elaboração Própria com base nas contas da Sociedade *Alfa*

Observando o peso da dívida em euros sobre as contas da sociedade, verifica-se que é bastante elevado, sendo quase 85% do seu passivo e com um grande impacto principalmente sobre o capital próprio e as disponibilidades. Nestas duas rubricas verifica-se que a dívida excede claramente o valor presente no balanço. No caso do capital próprio seria necessário

aumentar mais 319,36% para cobrir o seu valor. Sobre as suas disponibilidades, apesar de não apresentar uma diferença tão elevada seria ainda assim necessário crescer em mais 22,93% para atingir a totalidade da dívida em euros.

De modo que a sociedade consiga evitar que os seus valores patrimoniais sofram um impacto mais acentuado, devido a uma subida da taxa de câmbio, deverá considerar a utilização de meios de proteção do risco cambial. Seguidamente serão apresentadas soluções que a sociedade poderá utilizar para realizar esta proteção, escolhidas de entre as técnicas mencionadas no ponto 5.2 da revisão da literatura.

7.2. Proteção do risco cambial com uso de Técnicas Internas

A sociedade deverá optar, em primeiro lugar, por técnicas de cobertura interna. Estas técnicas apresentam vantagens porque são geridas pela própria sociedade e têm um custo reduzido, mas devem ser executadas com ponderação dependendo da estrutura da organização e do seu conhecimento das operações.

As características da exposição em moeda estrangeira da sociedade *Alfa* estudadas, uma em euros e outra em dólares, são dívidas a empresas do mesmo grupo empresarial.

Das técnicas internas estudadas e descritas no ponto 5.2.1 e considerando as características das exposições em moeda estrangeira da sociedade *Alfa* a única técnica que poderá ser recomendada para a proteção do risco cambial é a **gestão de prazos**. Dado que a exposição em moeda estrangeira é com empresas do mesmo grupo existe um grau de flexibilidade e de confiança que pode permitir que a sociedade prolongue ou adiante os seus pagamentos mediante o câmbio em vigor na data de pagamento.

As outras técnicas internas estudadas não são recomendadas como possíveis técnicas de cobertura, para a sociedade *Alfa* pelos seguintes motivos:

A **escolha da moeda de faturação** não se pode aplicar neste caso, porque o empréstimo foi realizado em dólares e o seu reembolso terá de ser realizado pelo mesmo valor em dólares. No caso da dívida em euros perante a sociedade portuguesa, os produtos comprados são faturados em euros (e depois convertidos à taxa de câmbio em kwanzas), ficando acordado nesta parceria que o seu pagamento seria em euros ficando do lado da sociedade *Alfa* o ganho/perda resultante do pagamento em moeda estrangeira.

Não existe possibilidade de realizar **compensação** de saldos porque tanto a empresa-mãe ou a sociedade portuguesa não possuem qualquer dívida perante a sociedade *Alfa*.

A maioria da atividade da sociedade é realizada em kwanzas, com exceção de casos isolados pagos em dólares e limitado às duas exposições em euros e dólares, já mencionadas. Assim a criação de um **centro de negócios para operações cambiais** obrigaria a um elevado investimento para tratar apenas dessas duas exposições, lembrando que estas dívidas são perante duas empresas no mesmo grupo empresarial. Seria mais vantajoso e menos oneroso que entre os gestores sejam negociadas outras formas de lidar com estas exposições.

Assim, a **gestão de prazos** é a técnica de cobertura interna recomendada para a sociedade *Alfa* proteger-se do risco cambial. Com a gestão dos prazos, a sociedade pode optar por uma das seguintes soluções:

- Prolongar o prazo de pagamento quando a taxa de câmbio se encontra num valor elevado e possa existir uma perspetiva futura de descida da taxa. Assim, a sociedade com este prolongamento quererá pagar um valor menor do que possa pagar atualmente;
- Adiantar o prazo de pagamento quando a taxa de câmbio está mais baixa e que possa existir uma tendência de aumento do câmbio. A sociedade adianta o pagamento evitando pagar um valor maior no futuro.

A sociedade *Alfa* deverá ter em consideração a (atual) situação e a tendência observada das variáveis económicas em Angola de modo a aproveitar eficientemente a gestão dos prazos, como técnica de cobertura. Para executar uma gestão de pagamentos eficiente deverá ser constantemente analisada a evolução da taxa de câmbio e efetuar o pagamento no momento onde a taxa de câmbio se encontra mais baixa.

7.3. Proteção do risco cambial com uso de Técnicas Externas

Sempre que os meios de cobertura internos não são suficientes, seja pela dimensão da exposição ou pela falta de experiência da gestão na área de proteção de risco, devem ser aplicados meios de cobertura externos para proteção desse mesmo risco (Porfírio, 2003).

No caso da sociedade *Alfa* e para a realização da proteção do risco cambial através de técnicas externas serão ensaiadas duas das técnicas descritas no ponto 5.2.2 - **Futuros e Opções**.

É importante salientar que a outra técnica mencionada, os *swaps*, são excluídas deste caso de estudo, dado que os *swaps* como técnicas de cobertura do risco cambial tem como os seus principais destinatários empresas que tem como intenção a realização de investimentos financeiros em moeda estrangeira (CGD, 2015).

O *swap* cambial é um acordo entre duas partes para trocarem pagamentos – de capital e/ou juros –, por um período de tempo e tem como objetivo a mudança dos fluxos financeiros normalmente associados a financiamentos (Esteves, 2013). Assim, a finalidade dos *swaps* não se enquadra no caso da sociedade *Alfa* que tem como objetivo a proteção no pagamento e não a realização de investimentos em moeda estrangeira ou a necessidade temporária de outra divisa.

Seguidamente são apresentados os resultados dos ensaios realizados para a cobertura do risco cambial das exposições em dólares e euros através do uso de futuros e opções pela sociedade *Alfa*. Destacar na realização desses ensaios foram ignorados os custos financeiros inerentes ao processamento dos contratos.

Analisando a situação financeira da sociedade, verifica-se que não terá capacidade de pagar a totalidade dos valores em conjunto, em especial devido a dívida em euros que tem um grande peso nas suas contas. Assim, desconhecendo a intenção da gestão da sociedade *Alfa* no que respeita ao montante a pagar em cada parcela e dos prazos a realizar os pagamentos, os ensaios foram realizados sobre a totalidade do valor das exposições e em prazos exemplificativos.

• Procedimento Metodológico

A metodologia para a obtenção dos resultados através das técnicas externas que se utilizou foi:

- Realização de seis ensaios (nos prazos de três, seis e nove meses) com o uso da técnica de **futuros**, sendo três para a exposição em dólares e três para a exposição em euros;
- Realização de seis ensaios (nos prazos de três, seis e nove meses) com o uso da técnica de **opções**, sendo três para a exposição em dólares e três para a exposição em euros;
- A determinação da taxa de câmbio contratada foi realizada acrescentando à taxa do dia de referência, a evolução verificada nos oito meses de 2015³⁴ multiplicada por um mês nos futuros e por dois meses no estudo das opções³⁵. Assim, o cálculo dos valores da taxa de câmbio contratada foram:

³⁴ A evolução das taxas de câmbio está mencionada no quadro 6 (em USD) e no quadro 7 (em EUR) do ponto 7.1.

³⁵ A metodologia foi diferente para as técnicas em estudo de modo a apresentar resultados diferentes, além que se considerou como as opções oferecem a possibilidade de execução ou não do contrato, houvesse um custo maior.

Quadro 13: Determinação das taxas de câmbio contratadas para o contrato de futuros e opções.

Contrato Futuros		Contrato Opções	
Taxa Câmbio USD/AOA		Taxa Câmbio USD/AOA	
1. Taxa de Câmbio USD/AOA	125,783	1. Taxa de Câmbio USD/AOA	125,783
2. Evolução 2015 $((22,28\%/8)\times 1)$	2,785%	2. Evolução 2015 $((22,28\%/8)\times 2)$	5,570%
3. Taxa Negociada USD/AOA $(1+(1\times 2))$	129,286	3. Taxa Negociada USD/AOA $(1+(1\times 2))$	132,789
Taxa Câmbio EUR/AOA		Taxa Câmbio EUR/AOA	
1. Taxa de Câmbio EUR/AOA	141,644	1. Taxa de Câmbio EUR/AOA	141,644
2. Evolução 2015 $((13,14\%/8)\times 1)$	1,643%	2. Evolução 2015 $((13,14\%/8)\times 2)$	3,285%
3. Taxa Negociada EUR/AOA $(1+(1\times 2))$	143,971	3. Taxa Negociada EUR/AOA $(1+(1\times 2))$	146,297

Fonte: Elaboração Própria

• A determinação das taxas de câmbio futuras a três, seis e nove meses foi realizada ao acrescer a variação ocorrida³⁶ no período homólogo dos prazos indicados ao valor da taxa de câmbio na data de referência. No quadro seguinte observam-se as taxas de câmbio utilizadas nos prazos de contratos estudados.

Quadro 14: Determinação das taxas de câmbio em USD e EUR para os prazos de três, seis e nove meses

Variação da Taxa de Câmbio USD				Variação da Taxa de Câmbio EUR			
Data	Prazo	Taxa de Câmbio	Variação	Data	Prazo	Taxa de Câmbio	Variação
31/08/2015		125,783	-	31/08/2015		141,644	
01/06/2015	3 M	110,319	15,464	01/06/2015	3 M	121,224	20,420
01/03/2015	6 M	106,275	19,508	01/03/2015	6 M	119,512	22,132
01/12/2014	9 M	101,486	24,297	01/12/2014	9 M	126,655	14,989

Determinação da Taxa de Câmbio Futura em USD				Determinação da Taxa de Câmbio Futura em EUR			
Prazo	Taxa de Câmbio Referência	Variação	Taxa de Câmbio	Prazo	Taxa de Câmbio Referência	Variação	Taxa de Câmbio
3 M	125,783	15,464	141,247	3 M	141,644	20,420	162,064
6 M	125,783	19,508	145,291	6 M	141,644	22,132	163,776
9 M	125,783	24,297	150,080	9 M	141,644	14,989	156,633

Fonte: Elaboração Própria, com base no BNA (2015)

• O prêmio calculado (no caso do estudo das opções) é unicamente exemplificativo. Para o cálculo aplicou-se um “*spread*”³⁷ ao valor da dívida em moeda estrangeira convertido a taxa de câmbio de referência. Assim o prêmio calculado foi apresentado da seguinte forma:

³⁶ Salientar que em junho de 2015 ocorreu uma desvalorização de 6% do kwanza ordenada pelo BNA na taxa de câmbio USD/AOA.

³⁷ O *spread* é calculado em *pip*'s. Um *pip* equivale a 0,01%.

- Prémio em USD: $(747\,362 \times 125,783) \times 50 \text{ pip's} = 470\,027 \text{ AOA}$

- Prémio em EUR: $(22\,890\,647 \times 141,644) \times 5 \text{ pip's} = 1\,621\,161 \text{ AOA}$

7.3.1. Resultados da proteção do risco cambial com o uso de Futuros

7.3.1.1. Resultados da proteção do risco cambial em USD com uso de Futuros

A sociedade *Alfa* tem a necessidade de pagar a sua empresa-mãe o valor de 747 362 USD. De acordo com a hipótese em teste, para evitar o aumento descontrolado do valor a pagar referente à sua dívida deste valor ensaiou-se a decisão de contratar um contrato de futuros³⁸ de modo a proteger-se do aumento da taxa de câmbio, sendo no dia 31/08/2015 a taxa de câmbio USD/AOA igual a 125,783.

Assim, negocia junto de uma instituição bancária um contrato de futuros com uma taxa de câmbio USD/AOA contratada de 129,286³⁹.

Com a realização do contrato de futuros, a sociedade *Alfa* terá um benefício se existir um aumento da taxa de câmbio ($\text{USD/AOA} > 129,286$) ficando protegida da valorização do dólar no mercado, evitando pagar um valor superior no mercado à vista. Mas se a taxa de câmbio não subir, ou seja, se se mantiver ou se existir uma desvalorização do dólar ($\text{USD/AOA} \leq 129,286$) não existirá qualquer benefício do uso do contrato de futuros.

1) Contrato de Futuros no prazo de três meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio USD/AOA é de 141,247⁴⁰. Os resultados obtidos com o uso do contrato de futuros seriam:

Quadro 15. Resultados do uso do contrato de futuros (três meses) sobre a dívida em USD

Descrição	Valor da Dívida USD	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	747 362	141,247	-	105 562 640
2. Resultado do Futuro (Valor x (TL-TC))	747 362	141,247	129,286	8 939 197
3. Resultado (1-2)				96 623 444

Fonte: Elaboração Própria

³⁸ Os contratos de futuros contratados são da duração das possibilidades ensaiadas para a realização deste trabalho, ou seja, um contrato de três, seis ou nove meses.

³⁹ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 13 do presente ponto.

⁴⁰ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Através das demonstrações financeiras da sociedade a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso dos futuros) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

Quadro 16. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*.

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso do Futuro	Valor a Pagar (AOA) sem uso do Futuro	Peso da dívida (com uso do Futuro) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso do Futuro) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso de Futuros
Ativo	4 066 874 219	96 623 444	105 562 640	2,38%	2,60%	+ 0,22%
Passivo	3 384 565 687			2,85%	3,12%	+ 0,26%
Capital Próprio	682 308 532			14,16%	15,47%	+ 1,31%
Disponibilidades	2 327 724 082			4,15%	4,54%	+ 0,38%

Fonte: Elaboração Própria

O contrato de futuros ensaiado permitiria uma poupança à sociedade de 8 939 197 AOA. O uso do mesmo permitiria que o peso sobre o ativo da sociedade fosse de 2,38% (-0,22% do que o obtido sem a proteção), de - 1,31% sobre o capital próprio comparando com o valor sem proteção e representa 2,85% do passivo (- 0,26% sem o uso do contrato de futuros).

2) Contrato de Futuros no prazo de seis meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio USD/AOA é de 145,291⁴¹. Os resultados obtidos com o uso do contrato de futuros seriam:

Quadro 17. Resultados do uso do contrato de futuros (seis meses) sobre a dívida em USD

Descrição	Valor da Dívida USD	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	747 362	145,291	-	108 584 972
2. Resultado do Futuro (Valor x (TL-TC))	747 362	145,291	129,286	11 961 529
3. Resultado (1-2)				96 623 444

Fonte: Elaboração Própria

Através das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso dos futuros) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

⁴¹ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Quadro 18. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso do Futuro	Valor a Pagar (AOA) sem uso do Futuro	Peso da dívida (com uso do Futuro) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso do Futuro) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso de Futuros
Ativo	4 066 874 219	96 623 444	108 584 972	2,38%	2,67%	+ 0,29%
Passivo	3 384 565 687			2,85%	3,21%	+ 0,35%
Capital Próprio	682 308 532			14,16%	15,91%	+ 1,75%
Disponibilidades	2 327 724 082			4,15%	4,66%	+ 0,51%

Fonte: Elaboração Própria

O contrato de futuros no prazo de seis meses permitiria uma poupança à sociedade de 11 961 529 AOA. Sobre o peso nas contas da sociedade *Alfa* caso não utilizasse o contrato de futuros teria um impacto de + 0,29% sobre o ativo, de + 0,35% sobre o passivo, de + 1,75% sobre o capital próprio e de + 0,51% sobre as suas disponibilidades comparando com o valor obtido com o uso do contrato de futuros.

3) Contrato de Futuros no prazo de nove meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio USD/AOA é de 150,080⁴². Os resultados obtidos com o uso do contrato de futuros seriam:

Quadro 19. Resultados do uso do contrato de futuros (nove meses) sobre a dívida em USD

Descrição	Valor da Dívida USD	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	747 362	150,080	-	112 164 089
2. Resultado do Futuro (Valor x (TL-TC))	747 362	150,080	129,286	15 540 645
3. Resultado (1-2)				96 623 444

Fonte: Elaboração Própria

Utilizando os valores das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso dos futuros) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

Quadro 20. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso do Futuro	Valor a Pagar (AOA) sem uso do Futuro	Peso da dívida (com uso do Futuro) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso do Futuro) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso de Futuros
Ativo	4 066 874 219	96 623 444	112 164 089	2,38%	2,76%	+ 0,38%
Passivo	3 384 565 687			2,85%	3,31%	+ 0,46%
Capital Próprio	682 308 532			14,16%	16,44%	+ 2,28%
Disponibilidades	2 327 724 082			4,15%	4,82%	+ 0,67%

Fonte: Elaboração Própria

⁴² Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Como se pode verificar, a sociedade *Alfa* caso não utilizasse a proteção, teria um custo de mais 15 540 645 AOA. A proteção permitiria assim uma redução do impacto sobre as contas de 0,38% sobre o ativo, 0,46% do passivo, de 2,28% sobre o capital próprio e de 0,67% sobre as disponibilidades em comparação ao valor obtido sem a proteção.

Conclusões dos resultados obtidos com contrato de futuros em USD

Os contratos de futuros ensaiados nos prazos de três, seis e nove meses permitiriam que os resultados obtidos fossem iguais ao valor em dívida – 747 362 USD – aplicado à taxa de câmbio acordada, ou seja, a sociedade *Alfa* independentemente das taxas de câmbio na data de vencimento, estabilizou o valor a pagar com uma taxa de câmbio USD/AOA de 129,286.

Este tipo de resultados ocorre quando se antecipa a desvalorização que efetivamente os indicadores macroeconómicos indicam para Angola como referido.

7.3.1.2. Resultado da proteção do risco cambial em EUR com uso de Futuros

A sociedade *Alfa*, em euros, tem a necessidade de pagar a sua fornecedora portuguesa pela sua dívida o valor de 22 890 647 EUR. Para evitar o aumento da dívida em kwanzas ensaiou-se a decisão de contratar um contrato de futuros⁴³ de modo a proteger-se do aumento da taxa de câmbio. No dia 31/08/2015 a taxa de câmbio EUR/AOA é de 141,644.

A sociedade negocia junto de uma instituição bancária um contrato de futuros com uma taxa de câmbio EUR/AOA contratada de 143,971⁴⁴.

O contrato de futuros sobre a taxa EUR/AOA proporcionará um benefício se existir um aumento da taxa de câmbio ($\text{EUR/AOA} > 143,971$) ficando protegida da valorização do euro, evitando pagar mais no mercado à vista. Se a taxa de câmbio se mantiver intacta ou se existir uma valorização do kwanza ($\text{EUR/AOA} \leq 143,971$) não terá qualquer benefício do uso do contrato de futuros.

1) Contrato de Futuros no prazo de três meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio EUR/AOA é de 162,064⁴⁵. Os resultados obtidos com o uso do contrato de futuros seriam:

⁴³ Os contratos de futuros contratados são da duração das hipóteses ensaiadas para a realização deste trabalho, ou seja, um contrato de três, seis ou nove meses.

⁴⁴ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 13 do presente ponto.

⁴⁵ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Quadro 21: Resultado do uso do contrato de futuros (três meses) sobre a dívida em EUR

Descrição	Valor da Dívida EUR	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	22 890 647	162,064	-	3 709 749 815
2. Resultado do Futuro (Valor x (TL-TC))	22 890 647	162,064	143,971	414 160 476
3. Resultado (1-2)	3 295 589 339			

Fonte: Elaboração Própria

Através das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso dos futuros) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

Quadro 22. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso do Futuro	Valor a Pagar (AOA) sem uso do Futuro	Peso da dívida (com uso do Futuro) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso do Futuro) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso de Futuros
Ativo	4 066 874 219	3 295 589 339	3 709 749 815	81,03%	91,22%	+ 10,18%
Passivo	3 384 565 687			97,37%	109,61%	+ 12,24%
Capital Próprio	682 308 532			483,01%	543,71%	+ 60,70%
Disponibilidades	2 327 724 082			141,58%	159,37%	+ 17,79%

Fonte: Elaboração Própria

O contrato de futuros permitiria uma poupança à sociedade de 414 160 476 AOA, obtendo um custo de 3 295 589 339 AOA em vez de 3 709 749 815 AOA. Sobre o peso da dívida sobre as contas, poderia verificar-se que o benefício do uso do contrato de futuros permitiria uma redução no impacto de 60,70% sobre o capital próprio, de 10,18% sobre o ativo, 17,79% sobre as disponibilidades e impediria que ultrapasse a totalidade do passivo ficando em 97,37% em vez dos 109,61%.

2) Contrato de Futuros no prazo de seis meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio EUR/AOA é de 163,776⁴⁶. Os resultados obtidos com o uso do contrato de futuros seriam:

⁴⁶ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Quadro 23: Resultado do uso do contrato de futuros (seis meses) sobre a dívida em EUR

Descrição	Valor da Dívida EUR	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	22 890 647	163,776	-	3 748 938 603
2. Resultado do Futuro (Valor x (TL-TC))	22 890 647	163,776	143,971	453 349 264
3. Resultado (1-2)	3 295 589 339			

Fonte: Elaboração Própria

Aproveitando os valores das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso dos futuros) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

Quadro 24. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso do Futuro	Valor a Pagar (AOA) sem uso do Futuro	Peso da dívida (com uso do Futuro) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso do Futuro) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso de Futuros
Ativo	4 066 874 219	3 295 589 339	3 748 938 603	81,03%	92,18%	+ 11,15%
Passivo	3 384 565 687			97,37%	110,77%	+ 13,39%
Capital Próprio	682 308 532			483,01%	549,45%	+ 66,44%
Disponibilidades	2 327 724 082			141,58%	161,06%	+ 19,48%

Fonte: Elaboração Própria

O contrato de futuro permitiria uma poupança à sociedade *Alfa* de 453 349 264 AOA. A não utilização da proteção do risco cambial, além do custo maior, tem um acréscimo superior em todas rubricas, penalizando o seu ativo em + 11,15%, o passivo em 13,39%, as suas disponibilidades em 19,48% e o peso no capital próprio passava para 549,45% em vez dos 483,01%.

3) Contrato de Futuros no prazo de nove meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio EUR/AOA é de 156,633⁴⁷. Os resultados obtidos com o uso do contrato de futuros seriam:

Quadro 25: Resultado do uso do contrato de futuros (nove meses) sobre a dívida em EUR

Descrição	Valor da Dívida EUR	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	22 890 647	156,633	-	3 585 430 712
2. Resultado do Futuro (Valor x (TL-TC))	22 890 647	156,633	143,971	289 841 372
3. Resultado (1-2)	3 295 589 339			

Fonte: Elaboração Própria

⁴⁷ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Através das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso dos futuros) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

Quadro 26. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso do Futuro	Valor a Pagar (AOA) sem uso do Futuro	Peso da dívida (com uso do Futuro) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso do Futuro) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso de Futuros
Ativo	4 066 874 219	3 295 589 339	3 585 430 712	81,03%	88,16%	+ 7,13%
Passivo	3 384 565 687			97,37%	105,93%	+ 8,56%
Capital Próprio	682 308 532			483,01%	525,49%	+ 42,48%
Disponibilidades	2 327 724 082			141,58%	154,03%	+ 12,45%

Fonte: Elaboração Própria

Neste caso, o contrato de futuros permitiria uma poupança de 289 841 372 AOA. Sobre o peso da dívida em euros sobre as contas da sociedade, os resultados obtidos com o uso da proteção ofereciam uma redução do impacto sobre o ativo de 7,13% em comparação com o valor sem proteção, de 8,56% sobre o passivo e de 42,48% e 12,45% sobre o capital próprio e disponibilidades, respetivamente.

Conclusões dos resultados obtidos com o contrato de futuros em EUR

O uso dos contratos de futuros ensaiados seja nos prazos de três, seis e nove meses permitiria à sociedade *Alfa* estabilizar o valor a pagar pela dívida em euros a uma taxa de câmbio EUR/AOA acordada de 143,971, independentemente da evolução que a taxa de câmbio EUR/AOA tenha no futuro. Assim o resultado obtido é igual ao valor em dívida em euros – 22 890 647 EUR –, convertidos a taxa de câmbio acordada.

7.3.2. Resultados da proteção do risco cambial com o uso de Opções

• Resultados da proteção do risco cambial em USD com uso de Opções

A sociedade *Alfa* tem a necessidade de pagar a sua empresa-mãe o valor de 747 362 USD. De acordo com a hipótese em teste para evitar o aumento do valor a pagar referente a esta dívida, a sociedade contrata um contrato de opções⁴⁸ de forma modo a proteger-se do aumento da taxa de câmbio, pagando um prémio de 475 027 AOA para ter a opção de comprar ou não o contrato. A taxa USD/AOA no dia 31/08/2015 é de 125,783.

⁴⁸ Os contratos de opções contratados são da duração das possibilidades ensaiadas para a realização deste trabalho, ou seja, um contrato de três, seis ou nove meses.

Através de uma instituição bancária, a sociedade negocia um contrato de opções com uma taxa de câmbio USD/AOA de 132,789⁴⁹.

O contrato de opções terá um benefício para sociedade, se existir um aumento da taxa de câmbio ($\text{USD/AOA} > 132,789$) ficando protegida da valorização do dólar no mercado, impedindo pagar mais no mercado à vista. Se a taxa de câmbio ficar intacta ou se existir uma desvalorização do dólar ($\text{USD/AOA} \leq 132,789$) não existirá qualquer benefício do uso do contrato de opções, decidindo a sociedade não exercer o contrato, deixando caducar sem o exercer, pagando apenas o prêmio inicial.

1) Contrato de Opções no prazo de três meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio USD/AOA é de 141,247⁵⁰. Os resultados obtidos com o uso do contrato de opções seriam:

Quadro 27: Resultado do uso do contrato de Opções (três meses) sobre a dívida em USD

Descrição	Valor da Dívida USD	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	747 362	141,247	-	105 562 640
2. Resultado do Opção (Valor x (TL-TC))	747 362	141,247	132,789	6 321 188
3. Prêmio				470 027
4. Resultado (1-2+3)				99 711 480

Fonte: Elaboração Própria

Através das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso das opções) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os resultados obtidos.

Quadro 28. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso da Opção	Valor a Pagar (AOA) sem uso da Opção	Peso da dívida (com uso da Opção) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso da Opção) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso da Opção
Ativo	4 066 874 219	99 711 480	105 562 640	2,45%	2,60%	+ 0,14%
Passivo	3 384 565 687			2,95%	3,12%	+ 0,17%
Capital Próprio	682 308 532			14,61%	15,47%	+ 0,86%
Disponibilidades	2 327 724 082			4,28%	4,54%	+ 0,25%

Fonte: Elaboração Própria

Como o valor obtido da opção (mais o prêmio) é inferior ao valor obtido se pagasse sem o uso da proteção, a sociedade exerce o contrato de opções, permitindo uma poupança de

⁴⁹ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 13 do presente ponto.

⁵⁰ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

6 321 188 AOA. Os resultados obtidos com o contrato de opções permitiriam assim, uma redução de 0,14% sobre o ativo, de 0,17% sobre passivo, de 0,86% sobre o capital próprio e 0,25% sobre as disponibilidades em comparação com o resultado obtido caso assumisse a totalidade do risco cambial.

2) Contrato de Opções no prazo de seis meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio USD/AOA é de 145,291⁵¹. Os resultados obtidos com o uso do contrato de opções seriam:

Quadro 29: Resultado do uso do contrato de Opções (seis meses) sobre a dívida em USD

Descrição	Valor da Dívida USD	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	747 362	145,291	-	108 584 972
2. Resultado do Opção (Valor x (TL-TC))	747 362	145,291	132,789	9 343 520
3. Prémio				470 027
4. Resultado (1-2+3)				99 711 480

Fonte: Elaboração Própria

Através das demonstrações financeiras da sociedade a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso das opções) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os resultados obtidos.

Quadro 30. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso da Opção	Valor a Pagar (AOA) sem uso da Opção	Peso da dívida (com uso da Opção) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso da Opção) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso da Opção
Ativo	4 066 874 219	99 711 480	108 584 972	2,45%	2,67%	+ 0,22%
Passivo	3 384 565 687			2,95%	3,21%	+ 0,26%
Capital Próprio	682 308 532			14,61%	15,91%	+ 1,30%
Disponibilidades	2 327 724 082			4,28%	4,66%	+ 0,38%

Fonte: Elaboração Própria

A sociedade neste ensaio obterá uma poupança de 9 343 520 AOA, visto que o valor obtido com o uso da opção é menor ao valor a pagar no mercado à vista com a taxa de câmbio EUR/AOA de 145,291. Sobre o peso nas contas, a não realização do contrato de opções, além do valor a pagar ser superior, teria um impacto superior em 0,22% sobre o ativo, de 0,26% sobre o passivo, de 0,38% sobre as disponibilidades e o impacto sobre o capital próprio de 15,91% em vez dos 14,61% obtidos com a proteção.

⁵¹ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

3) Contrato de Opções no prazo de nove meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio USD/AOA é de 150,080⁵². Os resultados obtidos com o uso do contrato de opções seriam:

Quadro 31: Resultado do uso do contrato de Opções (nove meses) sobre a dívida em USD

Descrição	Valor da Dívida USD	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	747 362	150,080	-	112 164 089
2. Resultado do Opção (Valor x (TL-TC))	747 362	150,080	132,789	12 922 636
3. Prêmio	470 027			
4. Resultado (1-2+3)	99 711 480			

Fonte: Elaboração Própria

Com os valores das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso das opções) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os resultados obtidos.

Quadro 32. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso da Opção	Valor a Pagar (AOA) sem uso da Opção	Peso da dívida (com uso da Opção) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso da Opção) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso da Opção
Ativo	4 066 874 219	99 711 480	112 164 089	2,45%	2,76%	+ 0,31%
Passivo	3 384 565 687			2,95%	3,31%	+ 0,37%
Capital Próprio	682 308 532			14,61%	16,44%	+ 1,83%
Disponibilidades	2 327 724 082			4,28%	4,82%	+ 0,53%

Fonte: Elaboração Própria

Na opção no prazo de nove meses, o valor obtido com o contrato de opções verificaria-se inferior ao valor a pagar sem o uso do mesmo, resultando uma poupança de 12 922 636 AOA. A utilização da opção permitiria à sociedade reduzir em 0,31% o impacto sobre o ativo, em 0,37% sobre o passivo, em 1,83% sobre o capital próprio e em 0,53% sobre as disponibilidades.

Conclusões dos resultados obtidos com o contrato de opções em USD

O uso do contrato de opções ensaiadas seja nos prazos de três, seis e nove meses possibilitaria à sociedade *Alfa* estabilizar o valor da dívida em 99 241 453 AOA, ou seja, o valor da dívida em USD – 747 362 USD – multiplicada pela taxa de câmbio acordada de 132,789. No caso das opções é necessário acrescer o prêmio pago (470 027 AOA) no momento inicial

⁵² Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

pelo direito de optar pela execução ou não da opção. Assim o valor a pagar, em qualquer das hipóteses estudadas seria de 99 711 480 AOA.

Este tipo de resultados ocorre quando se antecipa a desvalorização que efetivamente os indicadores macroeconómicos indicam para Angola.

• Resultado da proteção do risco cambial em EUR com uso de Opções

A sociedade *Alfa* tem a necessidade de pagar a sua fornecedora (sociedade portuguesa) a sua dívida de 22 890 647 EUR. De acordo com a hipótese em teste, de modo a evitar um aumento da dívida em kwanzas decidiria contratar um contrato de opções⁵³ para se proteger do aumento da taxa de câmbio, pagando um prémio de 1 621 161 AOA para ter a opção de comprar ou não o contrato. A taxa EUR/AOA em 31/08/2015 é de 141,644.

A sociedade acorda com uma instituição bancária um contrato de opções com uma taxa de câmbio EUR/AOA de 146,297⁵⁴.

O contrato de opção contratado só trará um benefício se ocorrer um aumento da taxa de câmbio ($\text{EUR/AOA} > 146,297$) protegendo-se da valorização do euro, evitando pagar um valor superior na data de maturidade. Caso a taxa de câmbio se mantenha neste câmbio ou se existir uma valorização do kwanza ($\text{EUR/AOA} \leq 146,297$) não existe qualquer benefício do uso do contrato de opções, decidindo a sociedade não exercer a opção perdendo apenas o prémio pago.

1) Contrato de Opções no prazo de três meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio EUR/AOA é de 162,064⁵⁵. Os resultados obtidos com o uso do contrato de opções seriam:

Quadro 33: Resultado do uso do contrato de Opções (três meses) sobre a dívida em EUR

Descrição	Valor da Dívida EUR	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	22 890 647	162,064	-	3 709 749 815
2. Resultado do Opção (Valor x (TL-TC))	22 890 647	162,064	146,297	360 916 831
3. Prémio	1 621 161			
4. Resultado (1-2+3)	3 350 454 145			

Fonte: Elaboração Própria

⁵³ Os contratos de opções contratados são da duração das possibilidades ensaiadas para a realização deste trabalho, ou seja, um contrato de três, seis ou nove meses.

⁵⁴ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 13 do presente ponto.

⁵⁵ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Utilizando as demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem uso o das opções) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os resultados obtidos.

Quadro 34. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso da Opção	Valor a Pagar (AOA) sem uso da Opção	Peso da dívida (com uso da Opção) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso da Opção) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso da Opção
Ativo	4 066 874 219	3 350 454 145	3 709 749 815	82,38%	91,22%	+ 8,83%
Passivo	3 384 565 687			98,99%	109,61%	+ 10,62%
Capital Próprio	682 308 532			491,05%	543,71%	+ 52,66%
Disponibilidades	2 327 724 082			143,94%	159,37%	+ 15,44%

Fonte: Elaboração Própria

A utilização do contrato de opções permitiria neste ensaio uma poupança de 360 916 831 AOA. Esta poupança é obtida porque o valor obtido com o contrato é inferior ao obtido caso realizasse o pagamento à taxa de câmbio EUR/AOA de 162,064, executando a sociedade o contrato de opção. Sobre o impacto nas contas verifica-se que era reduzido em 8,83% do ativo, em 10,62% sobre o passivo, em 15,44% sobre as disponibilidades e em 52,66% sobre o capital próprio com o uso desta técnica de proteção de risco.

2) Contrato de Opções no prazo de seis meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio EUR/AOA é de 163,776⁵⁶. Os resultados obtidos com o uso do contrato de opções são:

Quadro 35: Resultado do uso do contrato de Opções (seis meses) sobre a dívida em EUR

Descrição	Valor da Dívida EUR	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	22 890 647	163,776	-	3 748 938 603
2. Resultado do Opção (Valor x (TL-TC))	22 890 647	163,776	146,297	400 105 619
3. Prémio	1 621 161			
4. Resultado (1-2+3)	3 350 454 145			

Fonte: Elaboração Própria

Através das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso das opções) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os resultados obtidos.

⁵⁶ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Quadro 36. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso da Opção	Valor a Pagar (AOA) sem uso da Opção	Peso da dívida (com uso da Opção) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso da Opção) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso da Opção
Ativo	4 066 874 219	3 350 454 145	3 748 938 603	82,38%	92,18%	+ 9,80%
Passivo	3 384 565 687			98,99%	110,77%	+ 11,77%
Capital Próprio	682 308 532			491,05%	549,45%	+ 58,40%
Disponibilidades	2 327 724 082			143,94%	161,06%	+ 17,12%

Fonte: Elaboração Própria

Como o valor a pagar no mercado à vista é superior ao obtido com o uso do contrato de opções, a sociedade *Alfa* iria executar o seu contrato de opções permitindo uma poupança de 400 105 619 AOA. Caso a sociedade não tivesse utilizado qualquer proteção, esta situação iria provocar um acréscimo de 9,80% no ativo, de 58,40% sobre o capital próprio e de 17,12% sobre as disponibilidades e ultrapassando a totalidade do passivo com um acréscimo de 11,77%.

3) Contrato de Opções no prazo de nove meses

No prazo de maturidade a taxa de câmbio EUR/AOA é de 156,633⁵⁷. Os resultados obtidos com o uso do contrato de opções são:

Quadro 37: Resultado do uso do contrato de Opções (nove meses) sobre a dívida em EUR

Descrição	Valor da Dívida EUR	Taxa de Câmbio (TL)	Taxa Câmbio Contratada (TC)	Valor a Pagar
1. Pagamento da Dívida	22 890 647	156,633	-	3 585 430 712
2. Resultado do Opção (Valor x (TL-TC))	22 890 647	156,633	146,297	236 597 727
3. Prémio	1 621 161			
4. Resultado (1-2+3)	3 350 454 145			

Fonte: Elaboração Própria

Usando de novo os valores das demonstrações financeiras a 31/08/2015, pode-se observar, no quadro seguinte, qual o impacto do valor a pagar (com e sem o uso das opções) nas contas da sociedade *Alfa* e comparar qual a diferença ocorrida entre os valores obtidos.

Quadro 38. Comparação dos resultados obtidos nas contas da sociedade *Alfa*

Rúbrica	Valor nas contas (AOA) em 31/08/2015	Valor a Pagar (AOA) com uso da Opção	Valor a Pagar (AOA) sem uso da Opção	Peso da dívida (com uso da Opção) nas contas da sociedade	Peso da dívida (sem uso da Opção) nas contas da sociedade	Comparação com obtido com uso da Opção
Ativo	4 066 874 219	3 350 454 145	3 585 430 712	82,38%	88,16%	+ 5,78%
Passivo	3 384 565 687			98,99%	105,93%	+ 6,94%
Capital Próprio	682 308 532			491,05%	525,49%	+ 34,44%
Disponibilidades	2 327 724 082			143,94%	154,03%	+ 10,09%

Fonte: Elaboração Própria

⁵⁷ Valor obtido conforme cálculos mencionados no quadro 14 do presente ponto.

Ao fim de nove meses, o resultado obtido com o contrato de opções verificou-se inferior ao verificado caso não tivesse utilizado qualquer proteção, proporcionando uma poupança de 236 597 727 AOA devido a execução do contrato de opções. Os resultados obtidos com o uso da opção originam um impacto de 98,99% sobre o passivo em comparação dos 105,93% sem a proteção, de -5,78% sobre o ativo e de -34,44% e -10,09% sobre o capital próprio e as disponibilidades, respetivamente.

Conclusões dos resultados obtidos com o contrato de opções em EUR

O uso do contrato de opções sobre a dívida em euros permitiria que a sociedade *Alfa* fixar o valor a pagar em 3 350 454 145 AOA em qualquer dos prazos ensaiados. Excluindo o prémio de 1 621 161 AOA pago no momento inicial pelo direito de optar ou não pela compra do contrato, o valor obtido é de 3 348 832 984 AOA, exatamente o mesmo caso seja aplicado ao valor em dívida em euros - 22 890 647 EUR - à taxa de câmbio EUR/AOA acordada de 146,297.

Devido ao valor elevado da dívida em euros, estes ensaios permitem verificar a utilidade do uso das técnicas de proteção do risco cambial, que além de garantir a estabilidade do valor a pagar no futuro, permitiriam uma poupança significativa no valor a pagar.

• Resumo

Nos dois quadros seguintes, pode-se observar o resumo dos resultados obtidos com as técnicas estudadas como as mais adequadas para a proteção do risco cambial da sociedade *Alfa*. Os resultados anteriormente expostos indicaram que o valor a pagar de cada posição é sempre igual ao valor em dívida em moeda estrangeira multiplicada pela taxa de câmbio contratada (TC), independentemente do prazo estabelecido ou da taxa de câmbio existente no mercado na data de pagamento. Referir que no caso das opções é necessário acrescentar o valor do prémio pago inicialmente.

A **segurança** e a **certeza** que oferecem à sociedade e aos seus *cash-flows* são as principais características das técnicas de cobertura (derivados). Conhecer o valor que vai pagar (no caso dos futuros) ou conhecer antecipadamente qual a sua perda máxima, referente ao prémio pago (no caso das opções) é a vantagem que as empresas obtêm com o uso destas técnicas.

A realização das técnicas agora resumidas nos quadros seguintes validou a hipótese desta investigação de que a sociedade *Alfa* utilizando instrumentos de proteção do risco cambial evita perdas significativo no valor da sociedade.

Quadro 39. Quadro-Resumo das técnicas aplicadas à exposição em USD da sociedade *Alfa*

			Futuros			Opções		
Prazos			3 Meses	6 Meses	9 Meses	3 Meses	6 Meses	9 Meses
1	Valor em Dívida em USD		747 362	747 362	747 362	747 362	747 362	747 362
2	Valor em Dívida em AOA		76 875 960	76 875 960	76 875 960	76 875 960	76 875 960	76 875 960
3	Taxa de Câmbio Referência		125,783	125,783	125,783	125,783	125,783	125,783
4	Evolução da Taxa em 2015 Aplicada		2,785%	2,785%	2,785%	5,570%	5,570%	5,570%
5	Evolução da Taxa do Período Homólogo		15,464	19,508	24,297	15,464	19,508	24,297
6	Taxa Contratada (TC)	3 + (3×4)	129,286	129,286	129,286	132,789	132,789	132,789
7	Taxa Liquidação (TL)	3 + 5	141,247	145,291	150,080	141,247	145,291	150,080
8	Valor da Dívida a pagar no Mercado	1 × 7	105 562 640	108 584 972	112 164 089	105 562 640	108 584 972	112 164 089
9	Prémio Pago		0	0	0	470 027	470 027	470 027
10	Ganho obtido com a Proteção	1 × (7-6)	8 939 197	11 961 529	15 540 645	6 321 188	9 343 520	12 922 636
11	Resultado Obtido	8 + 9 - 10	96 623 444	96 623 444	96 623 444	99 711 480	99 711 480	99 711 480
Peso da Dívida nas Contas da Sociedade <i>Alfa</i> (Base)	Ativo		1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%
	Passivo		2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%
	Cap.Próprio		11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%
	Disponibilidades		3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
Peso da Dívida no prazo de pagamento nas Contas da Sociedade <i>Alfa</i> (sem uso de Proteção)	Ativo		2,60%	2,67%	2,76%	2,60%	2,67%	2,76%
	Passivo		3,12%	3,21%	3,31%	3,12%	3,21%	3,31%
	Cap.Próprio		15,47%	15,91%	16,44%	15,47%	15,91%	16,44%
	Disponibilidades		4,54%	4,66%	4,82%	4,54%	4,66%	4,82%
Peso da Dívida no prazo de pagamento nas Contas da Sociedade <i>Alfa</i> (com uso de Proteção)	Ativo		2,38%	2,38%	2,38%	2,45%	2,45%	2,45%
	Passivo		2,85%	2,85%	2,85%	2,95%	2,95%	2,95%
	Cap.Próprio		14,16%	14,16%	14,16%	14,61%	14,61%	14,61%
	Disponibilidades		4,15%	4,15%	4,15%	4,28%	4,28%	4,28%
Benefício nas Contas da Sociedade com o uso da proteção em comparação com o valor sem proteção	Ativo		0,22%	0,29%	0,38%	0,14%	0,22%	0,31%
	Passivo		0,26%	0,35%	0,46%	0,17%	0,26%	0,37%
	Cap.Próprio		1,31%	1,75%	2,28%	0,86%	1,30%	1,83%
	Disponibilidades		0,38%	0,51%	0,67%	0,25%	0,38%	0,53%

Fonte: Elaboração Própria

No resumo da proteção à exposição em USD, validou-se que caso a taxa de câmbio na altura do pagamento (TL) for superior a taxa contratada (TC), a sociedade obteria sempre um proveito com o uso das técnicas aplicadas. A poupança obtida varia entre os 6 321 188 AOA e os 15 540 645 AOA, dependendo da técnica e do prazo estudado.

Apesar de não se poder comparar os resultados obtidos, devido a TC ser diferente nos ensaios de futuros e opções, todos os ensaios oferecem benefícios à sociedade. No caso dos futuros existe a certeza que o valor a pagar pela dívida na data de vencimento é de 96 623 444 AOA. No caso das opções o valor obtido é superior, devido ao prémio pago, mas o valor a pagar pela dívida será sempre de 99 711 480 AOA.

No ensaio com a técnica de opções, é importante referir caso a opção esteja *out of the money*, o custo que a sociedade terá é de 470 027 AOA, referente ao prémio pago (linha 9). Nos

ensaios realizados nunca se verificou uma situação que a TL fosse inferior a TC, devido à contínua valorização do USD face ao AOA. Caso verifique-se uma situação desse tipo, a sociedade teria uma perda de 470 027 AOA, mas no mercado à vista, o ganho obtido com a operação seria maior do que o custo incorrido com o prêmio, compensado a não execução do contrato.

Sobre o peso da dívida a pagar em USD nas contas da sociedade observa-se um alívio em todas as rubricas analisadas, graças à aplicação das técnicas de proteção utilizadas, apesar do impacto percentual não ser elevado (devido também ao peso base da dívida nas contas).

Quadro 40. Quadro-Resumo das técnicas aplicadas à exposição em EUR da sociedade *Alfa*

			Futuros			Opções		
Prazos			3 Meses	6 Meses	9 Meses	3 Meses	6 Meses	9 Meses
1	Valor em Dívida em EUR		22 890 647	22 890 647	22 890 647	22 890 647	22 890 647	22 890 647
2	Valor em Dívida em AOA		2 861 355 860	2 861 355 860	2 861 355 860	2 861 355 860	2 861 355 860	2 861 355 860
3	Taxa de Câmbio Referência		141,644	141,644	141,644	141,644	141,644	141,644
4	Evolução da Taxa em 2015 Aplicada		1,643%	1,643%	1,643%	3,285%	3,285%	3,285%
5	Evolução da Taxa do Período Homólogo		20,42	22,132	14,989	20,42	22,132	14,989
6	Taxa Contratada (TC)	3 + (3×4)	143,971	143,971	143,971	146,297	146,297	146,297
7	Taxa Liquidação (TL)	3 + 5	162,064	163,776	156,633	162,064	163,776	156,633
8	Valor da Dívida a pagar no Mercado	1 × 7	3 709 749 815	3 748 938 603	3 585 430 712	3 709 749 815	3 748 938 603	3 585 430 712
9	Prêmio Pago		0	0	0	1 621 161	1 621 161	1 621 161
10	Ganho obtido com a Proteção	1 × (7-6)	414 160 476	453 349 264	289 841 372	360 916 831	400 105 619	236 597 727
11	Resultado Obtido	8 + 9 - 10	3 295 589 339	3 295 589 339	3 295 589 339	3 350 454 145	3 350 454 145	3 350 454 145
Peso da Dívida nas Contas da Sociedade <i>Alfa</i> (Base)	Ativo		70,36%	70,36%	70,36%	70,36%	70,36%	70,36%
	Passivo		84,54%	84,54%	84,54%	84,54%	84,54%	84,54%
	Cap.Próprio		419,36%	419,36%	419,36%	419,36%	419,36%	419,36%
	Disponibilidades		122,93%	122,93%	122,93%	122,93%	122,93%	122,93%
Peso da Dívida no prazo de pagamento nas Contas da Sociedade <i>Alfa</i> (sem uso de Proteção)	Ativo		91,22%	92,18%	88,16%	91,22%	92,18%	88,16%
	Passivo		109,61%	110,77%	105,93%	109,61%	110,77%	105,93%
	Cap.Próprio		543,71%	549,45%	525,49%	543,71%	549,45%	525,49%
	Disponibilidades		159,37%	161,06%	154,03%	159,37%	161,06%	154,03%
Peso da Dívida no prazo de pagamento nas Contas da Sociedade <i>Alfa</i> (com uso de Proteção)	Ativo		81,03%	81,03%	81,03%	82,38%	82,38%	82,38%
	Passivo		97,37%	97,37%	97,37%	98,99%	98,99%	98,99%
	Cap.Próprio		483,01%	483,01%	483,01%	491,05%	491,05%	491,05%
	Disponibilidades		141,58%	141,58%	141,58%	143,94%	143,94%	143,94%
Benefício nas Contas da Sociedade com o uso da proteção em comparação com o valor sem proteção	Ativo		10,18%	11,15%	7,13%	8,83%	9,80%	5,78%
	Passivo		12,24%	13,39%	8,56%	10,62%	11,77%	6,94%
	Cap.Próprio		60,70%	66,44%	42,48%	52,66%	58,40%	34,44%
	Disponibilidades		17,79%	19,48%	12,45%	15,44%	17,12%	10,09%

Fonte: Elaboração Própria

No resumo das técnicas de cobertura estudadas para a cobertura da exposição em EUR, à semelhança do estudo em USD, validou-se a hipótese dessa investigação de que a sociedade *Alfa* utilizando instrumentos de proteção do risco cambial evita perdas significativas no valor da sociedade. A sociedade garante que o valor a pagar é sempre igual ao valor em dívida em

moeda estrangeira multiplicada pela taxa de câmbio contratada (TC), independentemente da duração do contrato ou do câmbio *spot* na altura do pagamento.

No estudo da exposição em EUR não é possível fazer uma comparação entre as técnicas estudadas, mas no caso do uso dos futuros a sociedade obtém a certeza que na data de liquidação o valor a pagar é de 3 295 589 339 AOA. Com o uso dos contratos de opções, observou-se que caso ocorre-se a valorização do euro face ao kwanza, com a TC menor do que a TL, o valor a pagar é de 3 350 454 145 AOA.

Neste ensaio com a proteção da exposição em EUR, caso na data de liquidação ocorresse um cenário contrário ao verificado em todos os ensaios, ou seja, uma valorização do kwanza, com a TL inferior à TC, a perda máxima da sociedade seria de 1 621 161 AOA, referente ao prémio pago pela opção (linha 9). Neste cenário o ganho da sociedade sucederia com o benefício que obterá no mercado à vista, com o pagamento a uma taxa mais baixa, compensando o custo ocorrido.

Relativamente ao peso da dívida nas contas da sociedade verificou-se um benefício do uso da cobertura do risco cambial. Este benefício estendeu-se em todas as rubricas, mas é mais visível no capital próprio com valores superiores a 60% em algumas hipóteses e uma poupança sempre superior em 10% nas suas disponibilidades em comparação ao obtido sem proteção.

8. Posição da Sociedade *Alfa* sobre os resultados estudados

Realizou-se uma entrevista ao diretor financeiro da sociedade *Alfa* de modo a dar a conhecer o estudo de caso realizado e apresentar os resultados obtidos com os ensaios realizados.

Na avaliação do risco cambial através da técnica de *stress test*, em especial o realizado sobre a exposição em USD, mereceu um comentário por parte do diretor. O comentário foi realizado devido à ter-se verificado que caso a taxa de câmbio USD/AOA tivesse uma evolução para os 200 AOA por dólar, o valor da dívida seria aproximadamente o dobro do atual valor.

Sobre as técnicas de proteção utilizadas neste estudo e apresentadas ao diretor da sociedade *Alfa*, tendo sido explicada a metodologia de trabalho e o funcionamento das técnicas internas e externas. A reação por parte da sociedade *Alfa* foi de agrado e perceção da utilidade das técnicas de forma a obter um ganho ou evitar um custo, em comparação do valor obtido caso tivesse de pagar à vista.

Sobre a técnica interna, conseguiu-se validar junto do diretor, que no caso da sociedade *Alfa*, a única técnica plausível de utilização era a **gestão de prazos**, devido às características

das exposições em USD e EUR. Sobre as técnicas externas foi realçado pelo diretor que o seu uso permitiria que os valores obtidos, nas hipóteses estudadas, sejam iguais (em cada técnica) independentemente dos prazos ou da taxa de câmbio, sendo este fator importante de modo a garantir certezas nos *cash-flows* da sociedade.

Após a apresentação e explicação dos resultados obtidos foi realizado um questionário⁵⁸ de modo a obter um *feedback* da sociedade *Alfa* ao estudo realizado. Neste questionário pretendeu-se conhecer:

- o seu conhecimento das exposições em moeda estrangeira da sociedade *Alfa*;
- o impacto nas exposições devido à um aumento da taxa de câmbio;
- as técnicas de cobertura do risco cambial que conhece;
- a possibilidade de utilização das técnicas de cobertura na sociedade *Alfa*.

As respostas obtidas mostraram que a sociedade *Alfa*, por parte do seu diretor financeiro possui o conhecimento do risco cambial que as duas exposições ensaiadas estão sujeitas, tendo também a percepção dos possíveis impactos que possam ocorrer quando existe um aumento na taxa de câmbio.

Foi explicado pelo diretor financeiro que mensalmente é realizada uma avaliação dos valores em moeda estrangeira, sendo este valor convertido à taxa de último dia do mês. Da comparação entre o valor nas contas e o valor obtido com a conversão é verificado pela sociedade o impacto da variação da taxa de câmbio nas exposições em moeda estrangeira.

Sobre o conhecimento das técnicas de proteção existentes, o diretor financeiro mencionou que tem conhecimento e a consciência que existem a possibilidades de proteção do risco cambial. Neste sentido tem conhecimento que existem hipóteses de realizar a cobertura do risco (*hedging*) mas não tem um conhecimento aprofundado das técnicas que o mercado possui, nomeadamente as hipóteses mencionadas - futuros, opções ou *swaps*.

Após os dados explicados e analisados, foi questionado (pergunta 4) se considerava vantajoso que as empresas utilizassem técnicas de cobertura. Na opinião do diretor da sociedade *Alfa* considera sem dúvida importante as empresas utilizarem técnicas para proteger as exposições em moeda diferentes da sua moeda escriturada. Entretanto salientou que para a utilização dessas técnicas é necessário analisar previamente algumas questões, nomeadamente a materialidade dos montantes em causa e se estas traduzem num impacto significativo nas suas

⁵⁸ O questionário pode ser verificado no Anexo E.

contas (podendo pôr em questão a sobrevivência da empresa), o número de transações realizadas e a regularidade que são efetuadas e as características da evolução da moeda.

Sobre a hipótese da sociedade *Alfa* aplicar técnicas de proteção, o diretor mencionou que existe a hipótese de utilizar essas técnicas mas no médio prazo. No curto prazo este cenário está colocado de parte porque até ao momento a situação nunca foi objeto de reflexão por parte da direção não existindo qualquer plano estratégico para esta situação. A situação económica de Angola e a dificuldade de efetuar pagamentos em moeda estrangeira foi também mencionada como fator de não execução das técnicas num curto prazo.

Assim na opinião do diretor, considera importante para a realização da proteção, uma análise com todas as características da exposição existente, principalmente referente à dívida em euros. Foi mencionado pelo diretor que depois dessas etapas realizadas, a possibilidade de executar as técnicas de proteção, entre elas os futuros e opções, é real de modo a proteger as exposições em moeda estrangeira.

Por último, foi questionado se a realização da proteção deve ser realizada por pessoal de um departamento financeiro ou a criação de um departamento exclusivo para o assunto. A resposta foi muito idêntica à recebida na pergunta 4, ou seja, caso as transações efetuadas sejam muitas, a materialidade da exposição e o seu impacto nas contas seja significativo e se a moeda em causa tenha uma incerteza quanto à sua evolução o mais correto é a criação de um departamento próprio. Mas no caso da sociedade *Alfa* considera devido aos reduzidos casos de exposições, que a possibilidade de inclusão no departamento financeiro é a melhor opção.

Conclusão

A internacionalização é cada vez mais uma solução para as empresas comercializarem os seus produtos e/ou serviços. Esta dissertação pretendeu identificar e explicar como as empresas devem proceder nestes mercados quando decidem optar pela internacionalização dos seus produtos e/ou serviços.

A internacionalização deve ser realizada com uma estratégia delineada (financeira ou operacional), de uma forma definida (exportações, modos contratuais ou IDE) que se enquadrem nas características da empresa e dos seus gestores, do seu posicionamento no mercado nacional e do tipo de produto a comercializar. Como o sucesso da empresa depende da capacidade de vender os seus produtos e do recebimento das vendas realizadas, conhecer as formas de liquidação (simples e documentárias) existentes no mercado é indispensável para reduzir o risco de contraparte.

Qualquer atividade comercial engloba riscos e eliminar a totalidade dos riscos é uma tarefa impossível. O conhecimento dos riscos e a sua gestão é cada vez um fator mais importante para a gestão das empresas. A gestão dos riscos é possível e dependendo dos riscos a que a empresa está sujeita existem métodos de conseguir esta proteção.

Dos diversos riscos existentes, estudou-se um risco em particular, o risco cambial. A dissertação pretendeu fazer uma caracterização do mercado cambial. Uma variável importante no mercado cambial é a taxa de câmbio. Do seu valor depende o montante a pagar/receber em moeda local correspondente a exposição em moeda estrangeira sendo a sua análise importante para uma gestão eficiente.

A atitude da gestão da empresa perante o risco cambial pode ser de três tipos - cobertura de risco, especulação e arbitragem. As empresas para proteger as suas exposições escolhem a modalidade de cobertura de risco de forma a garantir que as suas exposições em moeda estrangeira ficam protegidas. A proteção do risco cambial realiza-se através de técnicas internas, criadas e geridas na própria empresa, e através de técnicas externas, com o uso do mercado de derivados.

Na realização do caso prático da sociedade *Alfa* estudou-se duas exposições em moeda estrangeira sujeitas ao risco cambial, uma em dólares e outra em euros. Com a realização da avaliação do risco cambial através do método de *Stress Test* verificou-se que no caso da dívida em USD, a dívida cresceria em 22,28% atualizando o valor à taxa de câmbio de referência (31/08/2015). Num cenário mais extremo, onde a taxa de câmbio USD/AOA fosse igual a 200 AOA, a dívida crescia praticamente o dobro do seu valor inicial (94,43%).

Na avaliação do risco da exposição em EUR, verificou-se que a atualização da dívida à taxa de câmbio de referência representa um acréscimo de 380 966 944 AOA (13,31%) no seu valor. Na análise mais extrema realizada através do *stress test* apura-se um acréscimo de 60% no valor atual da dívida caso a taxa de câmbio atinja um valor de 200 AOA por EUR.

Na aplicação das técnicas de cobertura validou-se a hipótese dessa dissertação. Esta hipótese é de comprovar que a utilização das técnicas de cobertura permite obter poupanças no pagamento em moeda estrangeira e a respetiva redução do risco cambial a que as empresas estão sujeitas. A validação desta hipótese ocorre numa situação de aumento da taxa de câmbio USD/AOA e EUR/AOA, ou seja, que no mercado exista uma valorização do USD e/ou EUR face ao AOA.

Sobre as técnicas de proteção externas utilizadas - futuros e opções - ficou demonstrado nos diferentes ensaios realizados que em todas elas, a sociedade garantia uma poupança no valor a pagar. O que se validou com a realização desse estudo foi que a execução das técnicas de cobertura de risco assegura que a sociedade paga sempre a mesma quantia independentemente da taxa de câmbio que esteja em vigor na data de pagamento. No caso dos futuros em USD os resultados obtidos em todos os prazos, foi sempre de 96 623 444 AOA. Esta situação verificou-se nos outros ensaios, com valores de 3 295 589 393 AOA, 99 711 480 AOA e 3 350 454 145 AOA no estudo dos futuros em EUR, das opções em USD e em EUR, respetivamente.

Na entrevista realizada ao diretor financeiro da sociedade *Alfa*, procurou-se validar o estudo realizado sobre a sociedade e o *feedback* recebido foi positivo. A explicação do estudo realizado - análise da taxa de câmbio, o *stress test* e os ensaios com técnicas de cobertura - às exposições em moeda estrangeira sujeitas ao risco cambial, foram consideradas importantes para a perceção dos riscos e das possíveis perdas financeiras decorrentes.

No curto prazo, foi mencionado pelo diretor, não esteja planeado a realização de qualquer medida de proteção ao risco cambial. Contudo num cenário de médio prazo esta possibilidade coloca-se, sendo admitido pelo diretor que é uma situação já pensada principalmente em relação à exposição em EUR devido ao seu valor significativo. O diretor considerou ainda que este trabalho ajudou a ter mais uma perceção dos riscos existentes e do conhecimento das técnicas, de como funcionam, como podem proteger de perdas que possam ocorrer e da sua utilidade na gestão da empresa em termos financeiros e de gestão devido a saber previamente o valor a pagar no futuro pela exposição.

Referências Bibliográficas

- AICEP. (2013). *Horizonte Internacionalizar: Guia para PME*. Obras em Curso, Lda.
- Alves, M., Teixeira, N., & Rita, R. (2007). A Gestão do risco cambial, as fontes de risco e as técnicas de pagamento: um estudo de caso. *XXI Congresso Anual AEDEM*. Universidad Rey Juan Carlos, Madrid.
- Antunes, J. A. (2008). Os Derivados. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 91-136.
- Bastardo, C. (2011). *Gestão de Activos Financeiros - Back to Basis*. Lisboa: Escolar Editora.
- Boczko, A. (2005). International Payment Risk. *Financial Management*, 35-37.
- Briggs, P. (1998). *Principles of International Trade and Payments*. Oxford: Blacwell Publishers.
- Brigham, E. (1995). *Fundamentals of Financial Management*.
- Chondhry, M. (2001). *The Bond & Money Markets: Strategy, trading, analysis*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Dhanani, A. (2004). *The Management of Foreign Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry*. ProQuest. doi:ID 613489871
- Eitman, D., Stonehill, A., & Moffett, M. (2001). *Multinational Business Finance* (9th ed.). Addison-Wesley Longman. Inc.
- Ferreira, D. (2009). *Opções Financeiras* (2º ed.). Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Ferreira, D. (2011). *Swaps e outros Derivados*. Lisboa: Rei dos Livros.
- Ferreira, E. (2010). *Ratings - 50 Perguntas e Respostas*. Centro Atlântico, Lda.
- Heininger, M., & Sousa, A. (2009). *Minimização de riscos cambiais por Pequenas e Médias Empresas Nacionais*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- Hull, J. C. (2012). *Options, Futures and Other Derivates* (8th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- ISGB. (2005). *Introdução aos Mercados Financeiros*. Lisboa: IFB.
- Kao, M., & Li, X. (2007). *Algorithmic Aspects in Information and Management: Third International Conference*. Portland: Springer.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Washington DC: BeardBooks.
- Kolb, R., & Overdahl, J. (2007). *Futures, Options and Swaps* (5th ed.). Blackwell Publishers.
- Kracaw, W., & Campbell, T. (1993). *Financial Risk Management: Fixed Income and Foreign Exchange*. Nova Iorque: HarperCollins Publishers.
- Laidi, A. (2009). *Currency Trading and Intermarket Analysis: How to Profit from the Shifting Currents in Global Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Matos, J. (1992). *Finanças Internacionais*. Lisboa: Editorial Presença.
- Mintzberg, H., & Quinn, J. (2001). *O processo da estratégia*. Porto Alegre: Bookman.
- Neves, J. (2000). *Análise Financeira* (12ª Edição ed.). Lisboa: Texto Editora.

- Oviatt, B., & McDougall, P. (1994). Toward a Theory of International New Ventures. *Journal of International Business Studies*, 45-64.
- Porfírio, J. A. (2003). *Gestão Financeira Internacional*. Lisboa: Rei dos Livros.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
- Rizello, J. (1994). The Development and Evolution of Derivative Products. Em *The Handbook of Derivatives & Synthetics* (pp. 1-19). Chicago/Cambridge: Probus Publishing.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jafrfe, J. (1995). *Administração financeira*. São Paulo: Editora Atlas.
- Rupeika, A. (2005). *Nowadays Approach to Foreign Exchange Risk Management*. ProQuest.
- Silva, Eduardo Sá e, Mota, Carlos, Queirós, Mário, & Pereira, Adalmiro. (2013). *Finanças e gestão de riscos internacionais*. Vida Económica.
- Smithson, C. (1998). *Managing Financial Risk*. New York: McGraw-Hill.
- Stein, J., & Associates, P. A. (1995). *Fundamental Determinants of Exchange Rates*. Oxford University Press.
- Stulz, R. M. (1984). Optimal Hedging Policies. Em *Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.19* (pp. 127-140). Cambridge: Cambridge University Press.
- Stulz, R., & Smith, C. (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. Em *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (pp. 391-405). Cambridge: Cambridge University Press.
- Weithers, T. (2006). *Foreign Exchange - A practical guide to the forex markets*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Webgrafia

- ABANC. (2015). *História*. Obtido em 25 de Setembro de 2015, de Associação Angolana de Bancos: <http://www.abanc.ao/sistema-financeiro/evolucao-historica/historia-do-kwanza/>
- AICEP. (Junho de 2015). *Angola - Ficha de Mercado*. Obtido em 08 de Outubro de 2015 de aicep Portugal Global: <http://www.portugalglobal.pt/PT/Biblioteca/Paginas/Detalhe.aspx?documentId=c394b4f8-db0b-4d6a-b38c-95ed9a940b5d>
- BAI Europa. (Setembro de 2015). *Boletim Económico Angola - 3º Trimestre 2015*. Obtido em 12 de Outubro de 2015 de <http://www.bancobaieuropa.pt/>
- Banco de Portugal. (2015). *Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros*. Obtido em 3 de Novembro de 2015, de http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1rio_determinosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx
- Banco Nacional de Angola. (s.d.). *Taxa de Cambio - BNA*. Obtido de http://www.bna.ao/Servicos/pesquisa_cambios.aspx?idc=141&idsc=825&idl=1

- BNB. (2015). *Inflação 2015*. Obtido em 5 de Outubro de 2015, de Banco Nacional de Angola: http://www.bna.ao/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=951&idsc=14264&idl=1
- BPI. (10 de Setembro de 2015). *BPI - Dep.Estudos Económicos e Financeiros*. Obtido em 12 de Outubro de 2015, de BPI: http://www.bancobpi.pt/content/conn/UCM/uuid/dDocName:PR_WCS01_UCM01015688
- CGD. (2015). *Cobertura do risco cambial*. Obtido em 16 de Outubro de 2015, de <https://www.cgd.pt/Empresas/Exportacao-Internacionalizacao/Pages/Cobertura-risco-cambial.aspx>
- CME Group. (s.d.). *25 Estratégias Comprovadas para negociar opções no mercado de futuros do CME Group*. Obtido em 23 de Maio de 2015 de <http://www.cmegroup.com/pt/education/files/25-strategies-portuguese.pdf>
- Esteves, J. C. (Abril de 2013). Contratos de Swap Revistados. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 44*, pp. 71-84. Obtido em 18 de Outubro de 2015, de Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN44.aspx>
- IAPMEI. (2015). *Glossário*. Obtido em 03 de Novembro de 2015, de <http://www.iapmei.pt/iapmei-gls-02.php?glsid=4&letra=A>
- IAPMEI. (s.d.). *Como Elaborar um Plano de Negócios: O seu guia para um projecto de sucesso*. Obtido em 03 de Novembro de 2015, de <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco2604.pdf>
- INE Angola. (2014). *Resultados Preliminares do Censo*. Angola. Obtido em 09 de Agosto de 2015, de <http://censo.ine.gov.ao/xportal/xmain?xpid=censo2014&xpgid=relatorios-censo2014&actualmenu=8377701>
- ISO. (2015). *Currency codes - ISO 4217*. Obtido em 3 de Outubro de 2015, de ISO - International Organization for Standardization: http://www.iso.org/iso/home/standards/currency_codes.htm
- Montepio. (Setembro de 2015). *Montepio*. Obtido em 12 de Outubro de 2015, de Montepio - Departamento de Estudos: <http://www.ciep.pt/attachments/article/141/ANGOLA.pdf>
- The Economist. (2015). *Financial Crises*. Obtido em 03 de Novembro de 2015, de The Economist: <http://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina>
- The PRS Group. (2012). Obtido em 6 de Agosto de 2015, de <http://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>

ANEXOS

Anexo A – Etapas de Pagamento de Operações Internacionais

Etapas de uma ordem de pagamento sobre o estrangeiro

Etapas	Interviente	Interviente	Descrição
1	Beneficiário	→ Ordenador	Negócio de compra e venda de determinada mercadoria;
2	Beneficiário	→ Transportador	No prazo de entrega, o beneficiário envia a mercadoria para o ordenador e respectiva documentação;
3	Transportador	→ Ordenador	Importador recebe a mercador e a documentação, efectuado a conferencia da mercadoria;
4	Ordenador	→ Banco - Ordenador	Na data de pagamento, o ordenador junto do seu banco ordena um pagamento a favor do beneficiário;
5	Banco - Ordenador	→ Ordenador	Banco do ordenador debita imediatamente a conta do ordenador o contra-valor da ordem de pagamento;
6	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	O banco do ordenador realiza os procedimentos necessários para efectuar o pagamento na moeda respectiva e transfere o valor ao banco do beneficiário a respectiva ordem de pagamento;
7	Banco - Beneficiário	→ Beneficiário	O banco do beneficiário procede ao pagamento, creditando a conta do beneficiário;

Fonte: Adaptado de Porfírio (2003)

Etapas de um cheque bancário sobre o estrangeiro

Etapas	Interviente	Interviente	Descrição
1	Beneficiário	→ Ordenador	Negócio de compra e venda de determinada mercadoria;
2	Beneficiário	→ Transportador	No prazo de entrega, o beneficiário envia a mercadoria para o ordenador e respectiva documentação;
3	Transportador	→ Ordenador	Importador recebe a mercador e a documentação, efectuado a conferencia da mercadoria;
4	Ordenador	→ Banco - Ordenador	O ordenador dirige-se ao banco e solicita a emissão de um cheque bancário a favor do exportador;
5	Banco - Ordenador	→ Ordenador	Banco do ordenador debita a conta do ordenador o contra-valor do cheque;
6	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	O banco do ordenador inicia os procedimentos para reforço do saldo da sua conta na moeda e no banco sobre o qual o cheque foi sacado;
7	Banco - Ordenador	→ Ordenador	No mesmo dia, o banco do ordenador emite o cheque bancário, que corresponderá à moeda de liquidação da operação e entrega ao ordenador;
8	Ordenador	→ Beneficiário	O ordenador na posse do cheque, envia por correio, o cheque ao beneficiário;
9	Beneficiário	→ Banco - Beneficiário	O exportador recebe o cheque, iniciando os procedimentos de cobrança, que se iniciará com a apresentação ao seu banco;
10	Banco - Beneficiário	→ Banco - Ordenador	O banco do beneficiário solicita a cobrança do cheque ao banco do ordenador;
11	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	Após verificação de boa cobrança, o banco do beneficiário é creditado pelo respectivo valor, deduzindo aos custos de cobrança;
12	Banco - Beneficiário	→ Beneficiário	O banco do beneficiário procede ao pagamento, creditando a conta do beneficiário;

Fonte: Adaptado de Porfírio (2003)

Etapas de uma liquidação através da Remessa Simples

Etapas	Interveniente	Interveniente	Descrição
1	Beneficiário	→ Ordenador	Negócio de compra e venda de determinada mercadoria;
2	Beneficiário	→ Transportador	O beneficiário envia a mercadoria juntamente com os documentos comerciais e de transporte à ordem do importador;
3	Beneficiário	→ Banco - Beneficiário	Ao mesmo tempo, o beneficiário envia a documentação financeira através do seu banco, para ser apresentada ao ordenador. No acto de apresentação, o ordenador deverá realizar o pagamento ou formalizar o aceite do pagamento;
4	Transportador	→ Ordenador	O ordenador confere a documentação e a mercadoria, ficando na posse efectiva da mesma ao aceitar a documentação comercial, mesmo sem efectuar o pagamento;
5	Banco - Beneficiário	→ Banco - Ordenador	O banco do beneficiário envia a documentação financeira para o banco do ordenador;
6	Banco - Ordenador	→ Ordenador	O banco do ordenador procede a entrega da documentação financeira ao seu cliente;
7	Ordenador	→ Banco - Ordenador	Existindo conformidade, o importador procede ao pagamento;
8	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	O banco do ordenador transmite a conclusão do contrato com o seu cliente ao banco beneficiário, efectuado o respectivo pagamento;
9	Banco - Beneficiário	→ Beneficiário	O banco do beneficiário efectua o pagamento da operação ao beneficiário;

Fonte: Adaptado de Porfírio (2003)

Etapas de uma liquidação através da Remessa Documentária

Etapas	Interveniente	Interveniente	Descrição
1	Beneficiário	→ Ordenador	Negócio de compra e venda de determinada mercadoria;
2	Beneficiário	→ Transportador	O exportador envia a mercadoria, mas sem ser acompanhada por os originais (indispensáveis para o importador ficar na posse efectiva da mesma;
3	Beneficiário	→ Banco - Beneficiário	A documentação comercial e financeira é enviada num circuito paralelo (remessa documentária) para a instituição financeira, para que possa ser apresentada ao importador;
4	Banco - Beneficiário	→ Banco - Ordenador	A remessa documentária é enviada por o banco do beneficiário para o banco do ordenador, directamente ou indirectamente;
5	Banco - Ordenador	→ Ordenador	O banco do ordenador entra posse da documentação que compõe a remessa e apresenta ao seu cliente a documentação financeira, solicitando o pagamento;
6	Ordenador	→ Banco - Ordenador	O importador confere a documentação, e estando tudo em conformidade, deverá cumprir o pagamento, devolvendo os documentos financeiros ao banco;
7	Banco - Ordenador	→ Ordenador	Com o cumprimento das formalidades para a liquidação da operação, o banco do ordenador entrega a documentação comercial, essencial para obter a posse legal da mercadoria;
8	Transportador	→ Ordenador	Com a recepção da documentação, o Importador levanta a mercadoria junto do transportador, ficando com a posse efectiva da mesma;
9	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	O banco do ordenador transmite o valor recebido ao banco do beneficiário;
10	Banco - Beneficiário	→ Beneficiário	O banco do beneficiário efectua o pagamento da operação ao beneficiário;

Fonte: Adaptado de Porfírio (2003)

Etapas de uma liquidação através do Crédito Documentário

Etapas	Interveniente	Interveniente	Descrição
1	Beneficiário	→ Ordenador	Negócio de compra e venda de determinada mercadoria;
2	Ordenador	→ Banco - Ordenador	O importador efectuará a liquidação da operação através da ordenação ao seu banco para uma emissão de um crédito documentário a favor do exportador;
3	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	O banco emitente procede à emissão do crédito documentário indicado, enviando para o banco notificador;
4	Banco - Beneficiário	→ Beneficiário	O banco notificador informa o beneficiário do crédito aberto a seu favor por ordem do importador;
5	Beneficiário	→ Transportador	Após a confirmação, o beneficiário envia a mercadoria, mas sem a documentação original;
6	Beneficiário	→ Banco - Beneficiário	O beneficiário envia a documentação original necessária, através do seu banco;
7	Banco - Beneficiário	→ Banco - Ordenador	O banco do beneficiário envia a documentação para o banco do ordenador, para que esta proceda a sua liquidação;
8	Banco - Ordenador	→ Banco - Beneficiário	O banco do ordenador confere devidamente toda a documentação, procedendo à liquidação da operação;
9	Banco - Ordenador	→ Ordenador	O banco emitente apresenta a documentação ao seu cliente e solicita o pagamento da operação;
10	Ordenador	→ Banco - Ordenador	O importador confere a documentação e cumpre o pagamento;
11	Banco - Ordenador	→ Ordenador	O banco do ordenador, após o pagamento, entrega a documentação comercial, que permite entrar na posse efectiva da mercadoria;
12	Transportador	→ Ordenador	Com a documentação na sua posse, o importador levanta a mercadoria;
13	Banco - Beneficiário	→ Beneficiário	O banco do beneficiário efectua o pagamento da operação ao beneficiário;

Fonte: Adaptado de Porfírio (2003)

Anexo B - Exemplos práticos com uso de instrumentos derivados

1) Exemplo de uma posição longa num contrato de futuros.

Um interveniente europeu tem de pagar num prazo de três meses, o valor de 1 000 000 USD a um vendedor americano. A taxa atual EUR/USD = 1,1189, mas o investidor tem medo de uma forte subida da taxa de câmbio, negociando uma compra de futuros fixando a taxa de câmbio a 1,1200. Se ao fim de três meses:

- **Taxa EUR/USD = 1,1050** (valorização do USD face ao EUR)

No mercado *Spot* paga 904 977,38 € (1 000 000 USD / 1,1050);

No mercado de futuros obtém um ganho de 12 120,23 € $((1/1,1050) - (1/1,1200) \times 1\,000\,000 \text{ USD})$.

Assim, o valor a pagar será de **892 857,15 €** (904 977,38 – 12 120,23). Verifica-se que este valor é o mesmo que a cotação fixada com os contratos de futuros (1 000 000/1,1200 = 892 857,15 €).

Caso aconteça uma desvalorização do dólar (por exemplo para os 1,1400) então a operação será realizada em perda, onde o ganho obtido no mercado à vista será anulado pela perda no contrato de futuros.

2) Exemplo de uma posição curta num contrato de futuros.

Um interveniente europeu tem de receber de uma venda a 90 dias, o valor de 1 000 000 USD de um comprador americano. A taxa atual EUR/USD = 1,1189, mas o investidor tem medo de uma forte descida da taxa de câmbio, negociando uma compra de futuros fixando a taxa de câmbio a 1,1100. Se ao fim de três meses:

- **Taxa EUR/USD = 1,1390** (desvalorização do USD face ao EUR)

No mercado *Spot* recebe 877 963,13 € (1 000 000 USD / 1,1390) em vez de 893 734,92 € a três meses atrás (1 000 000 USD / 1,1189);

No mercado de futuros obtém um ganho de 22 937,78 € $((1/1,1390) - (1/1,1100) \times 1\,000\,000 \text{ USD})$.

Assim, o valor a receber será de **900 900,91 €** (877 963,13 – (- 22 937,78)). Verifica-se que este valor é o mesmo que a cotação fixada com os contratos de futuros (1 000 000/1,1100 = 900 900,91 €).

3) Exemplo de uma *Call Option*

A empresa irá receber 500 000,00 USD dentro de quatro meses, resultado de uma exportação. Existe o receio da depreciação da moeda, mas como não tem a certeza negocia uma opção de compra (*long call*) sobre a taxa de câmbio EUR/USD, por um período de quatro meses, por um *strike price* de 1,1200, pagando um prêmio de 3 000,00 € (valor exemplificativo).

Assim a empresa fixa a taxa de câmbio máxima de 1,1200, recebendo no mínimo um valor líquido de 443 428,57 € $((500\ 000\ \text{USD}/1,1200) - 3\ 000\ \text{€})$.

Se daqui a quatro meses, a taxa EUR/USD, for:

- EUR/USD = 1,1400, a opção está ***In-the-Money***;

Nesta situação, existe a vantagem na opção e a empresa irá exercer o seu direito. Irá receber do contrato de opção 443 428,57 €, em vez de 438 596,49 € $(500\ 000\ \text{USD}/1,1400)$ no mercado *spot* caso não tivesse realizado a cobertura do risco.

- EUR/USD = 1,100, a opção está ***Out-the-Money***;

Com esta taxa de câmbio no mercado, a empresa não exercerá o seu direito de opção, visto que no mercado *spot* consegue receber um valor mais elevado, ou seja, irá receber 454 545,45 € $(500\ 000\ \text{USD}/1,1000)$, perdendo somente o valor do prêmio pela opção.

4) Exemplo de uma *Put Option*

A empresa neste caso terá de pagar 300 000,00 USD dentro de três meses, resultado de uma importação. Há um receio da apreciação da moeda por parte da empresa, sendo negociado uma opção de venda (*put call*) sobre a taxa de câmbio EUR/USD, por um período de três meses, por um *strike price* de 1,1300, pagando um prêmio de 1 500,00 € (valor exemplificativo).

Assim a empresa fixa a taxa de câmbio mínima de 1,1300, pagando no máximo o valor líquido de 266 986,73 € $((300\ 000\ \text{USD}/1,1300) + 1\ 500\ \text{€})$.

Se daqui a três meses, a taxa EUR/USD, for:

- EUR/USD = 1,1550, a opção está ***Out-the-Money***;

Com esta taxa *spot*, a empresa não exercerá o seu direito de opção, visto que no mercado *spot* consegue pagar um valor mais reduzido, isto é, pagará 259 740,26 € $(500\ 000\ \text{USD}/1,1550)$, acrescentando o valor do prêmio pago por o direito de opção.

- EUR/USD = 1,105, a opção está ***Int-the-Money***;

Com esta perspetiva de mercado existe uma vantagem, que a empresa irá aproveitar exercendo o seu direito de opção. Com esta opção de venda, paga 266 986,73 € em vez de 271 493,21€ (300 000 USD/1,1050), no mercado *spot*.

5) Exemplo de um *swap* (caso 1)

Supondo um cenário simplista sem a intervenção de uma instituição financeira, entre duas empresas com um elevado grau de confiança. A empresa PTL com sede em Portugal necessita de um financiamento de 500 000 USD durante um ano, enquanto a empresa US residente nos EUA necessita para o mesmo prazo o montante de 450 000 €, sendo a taxa *spot* EUR/USD = 1,111

A empresa PTL financia-se em euros à taxa de juro de 3,5% e em dólares à taxa de juro de 5%, enquanto a empresa US consegue financiar-se em dólares à taxa de 2,5% e em euros com uma taxa de 6%.

Assim a empresa PTL e a US acordam realizar um *swap* cambial onde trocam as suas moedas com uma taxa de juro mais vantajosa para ambas.

O primeiro passo será a empresa PTL financiar-se em 450 000 € enquanto a empresa US financia-se em 500 000 USD. Após estes empréstimos existe a troca entre as empresas do capital, isto é, a empresa PTL entrega os 450 000 € a US enquanto esta entrega os 500 000 USD à PT.

No final do contrato (um ano), as partes invertem a operação inicial devolvendo o valor do capital mais os juros.

A empresa PTL devolve a empresa US os 500 000 USD juntamente com juros à taxa de 2,5% no valor de 12 500 USD. Simultaneamente a empresa US devolve a empresa PTL os 450 000 € com o pagamento dos juros no valor de 15 750 € (correspondente a taxa de 3,50%).

Com a realização do *swap*, as empresas conseguem-se financiar com uma taxa mais benéfica, cobrindo juntamente o risco cambial que possa existir porque fixam a taxa de câmbio de 1,111 (taxa *spot* na data do contrato), não estando sujeitas as oscilações que possam ocorrer no mercado.

6) Exemplo de um *swap* (caso 2)

Noutro exemplo, a mesma empresa PTL, tem excedentes de tesouraria em euros e pretende aproveitar um investimento durante dois meses em USD, no montante de 300 000 USD, que

oferece uma taxa de 5%, mas tem receio da volatilidade das divisas, realizando assim um *swap* cambial.

A taxa *spot* EUR/USD = 1,13 e a taxa *forward* acordada com a instituição financeira é de 1,135.

Com a contratação do *swap* recebe os 300 000 USD e paga **265 486,73 €** (300 000 USD/1,13).

Ao fim de dois meses a taxa *spot* EUR/USD = 1,1500.

Com o fim do *swap* reembolsa os 300 000 USD e recebe o correspondente a taxa *forward* acordada, **264 317,18 €** (300 000 USD/1,135).

Os juros resultantes do investimento são 2 500 USD (300 000 USD x (5%/12) x 2m), que convertidos a taxa *spot* da altura correspondem a 2 173,91 € (2 500 USD/1,15).

O resultado do *swap* é de – **1 169,55 €** (264 317,18 – 265 486,73), mas a este valor é necessário juntar o ganho com os juros obtendo o resultado global do investimento. Este resultado é de **1.004,37 €**. Apesar do *swap* ser negativo o resultado global foi um proveito para a empresa.

Caso, a empresa PTL não tivesse utilizado um *swap* cambial, o seu resultado seria de – **2 443,25 €** (263 043,48 - 265 486,73), e nesta situação perderia este valor com o investimento realizado que tinha o objetivo de originar um ganho e não uma perda.

Anexo C – Evolução diária das Taxas de Câmbio USD/AOA

Evolução da taxa de câmbio USD/AOA no ano de 2013

Taxa de Câmbio USD/KWZ - 2013											
Janeiro		Fevereiro		Março		Abril		Maio		Junho	
01/01/2013	95,8260	01/02/2013	95,9400	01/03/2013	95,9620	01/04/2013	95,9840	01/05/2013	96,0450	01/06/2013	96,1680
02/01/2013	95,8330	02/02/2013	95,9400	02/03/2013	95,9620	02/04/2013	95,9860	02/05/2013	96,0450	02/06/2013	96,1680
03/01/2013	95,8410	03/02/2013	95,9400	03/03/2013	95,9620	03/04/2013	95,9890	03/05/2013	96,0450	03/06/2013	96,1790
04/01/2013	95,8410	04/02/2013	95,9400	04/03/2013	95,9640	04/04/2013	95,9890	04/05/2013	96,0450	04/06/2013	96,1900
05/01/2013	95,8410	05/02/2013	95,9420	05/03/2013	95,9660	05/04/2013	95,9920	05/05/2013	96,0450	05/06/2013	96,1900
06/01/2013	95,8410	06/02/2013	95,9420	06/03/2013	95,9660	06/04/2013	95,9920	06/05/2013	96,0540	06/06/2013	96,2010
07/01/2013	95,8510	07/02/2013	95,9440	07/03/2013	95,9680	07/04/2013	95,9920	07/05/2013	96,0640	07/06/2013	96,2010
08/01/2013	95,8610	08/02/2013	95,9440	08/03/2013	95,9680	08/04/2013	95,9950	08/05/2013	96,0640	08/06/2013	96,2010
09/01/2013	95,8610	09/02/2013	95,9440	09/03/2013	95,9680	09/04/2013	95,9990	09/05/2013	96,0750	09/06/2013	96,2010
10/01/2013	95,8720	10/02/2013	95,9440	10/03/2013	95,9680	10/04/2013	95,9990	10/05/2013	96,0750	10/06/2013	96,2130
11/01/2013	95,8720	11/02/2013	95,9460	11/03/2013	95,9680	11/04/2013	96,0030	11/05/2013	96,0750	11/06/2013	96,2250
12/01/2013	95,8720	12/02/2013	95,9460	12/03/2013	95,9700	12/04/2013	96,0030	12/05/2013	96,0750	12/06/2013	96,2250
13/01/2013	95,8720	13/02/2013	95,9480	13/03/2013	95,9700	13/04/2013	96,0030	13/05/2013	96,0860	13/06/2013	96,2370
14/01/2013	95,8840	14/02/2013	95,9500	14/03/2013	95,9720	14/04/2013	96,0030	14/05/2013	96,0970	14/06/2013	96,2370
15/01/2013	95,8960	15/02/2013	95,9500	15/03/2013	95,9720	15/04/2013	96,0070	15/05/2013	96,0970	15/06/2013	96,2370
16/01/2013	95,8960	16/02/2013	95,9500	16/03/2013	95,9720	16/04/2013	96,0110	16/05/2013	96,1060	16/06/2013	96,2370
17/01/2013	95,9060	17/02/2013	95,9500	17/03/2013	95,9720	17/04/2013	96,0110	17/05/2013	96,1060	17/06/2013	96,2490
18/01/2013	95,9060	18/02/2013	95,9520	18/03/2013	95,9740	18/04/2013	96,0150	18/05/2013	96,1060	18/06/2013	96,2610
19/01/2013	95,9060	19/02/2013	95,9540	19/03/2013	95,9760	19/04/2013	96,0150	19/05/2013	96,1060	19/06/2013	96,2610
20/01/2013	95,9060	20/02/2013	95,9540	20/03/2013	95,9760	20/04/2013	96,0150	20/05/2013	96,1160	20/06/2013	96,2730
21/01/2013	95,9140	21/02/2013	95,9560	21/03/2013	95,9780	21/04/2013	96,0150	21/05/2013	96,1260	21/06/2013	96,2730
22/01/2013	95,9220	22/02/2013	95,9560	22/03/2013	95,9780	22/04/2013	96,0190	22/05/2013	96,1260	22/06/2013	96,2730
23/01/2013	95,9220	23/02/2013	95,9560	23/03/2013	95,9780	23/04/2013	96,0230	23/05/2013	96,1360	23/06/2013	96,2730
24/01/2013	95,9280	24/02/2013	95,9560	24/03/2013	95,9780	24/04/2013	96,0270	24/05/2013	96,1360	24/06/2013	96,2850
25/01/2013	95,9280	25/02/2013	95,9580	25/03/2013	95,9800	25/04/2013	96,0320	25/05/2013	96,1360	25/06/2013	96,2980
26/01/2013	95,9280	26/02/2013	95,9600	26/03/2013	95,9820	26/04/2013	96,0320	26/05/2013	96,1360	26/06/2013	96,2980
27/01/2013	95,9280	27/02/2013	95,9600	27/03/2013	95,9820	27/04/2013	96,0320	27/05/2013	96,1460	27/06/2013	96,1460
28/01/2013	95,9330	28/02/2013	95,9620	28/03/2013	95,9840	28/04/2013	96,0320	28/05/2013	96,1570	28/06/2013	96,1570
29/01/2013	95,9370			29/03/2013	95,9840	29/04/2013	96,0370	29/05/2013	96,1570	29/06/2013	96,1570
30/01/2013	95,9370			30/03/2013	95,9840	30/04/2013	96,0450	30/05/2013	96,1680	30/06/2013	96,1570
31/01/2013	95,9400			31/03/2013	95,9840			31/05/2013	96,1680		

Taxa de Câmbio USD/KWZ - 2013											
Julho		Agosto		Setembro		Outubro		Novembro		Dezembro	
01/07/2013	96,3260	01/08/2013	96,4320	01/09/2013	96,0500	01/10/2013	97,8640	01/11/2013	97,4490	01/12/2013	97,3870
02/07/2013	96,3400	02/08/2013	96,6460	02/09/2013	95,9100	02/10/2013	97,7660	02/11/2013	97,4490	02/12/2013	97,4120
03/07/2013	96,3400	03/08/2013	96,6460	03/09/2013	96,0450	03/10/2013	97,7280	03/11/2013	97,4490	03/12/2013	97,5510
04/07/2013	96,3530	04/08/2013	96,6460	04/09/2013	96,2210	04/10/2013	97,4720	04/11/2013	97,5390	04/12/2013	97,5340
05/07/2013	96,3530	05/08/2013	96,6410	05/09/2013	96,2210	05/10/2013	97,4720	05/11/2013	97,5420	05/12/2013	97,5500
06/07/2013	96,3530	06/08/2013	96,6800	06/09/2013	96,0610	06/10/2013	97,4720	06/11/2013	97,1440	06/12/2013	97,5460
07/07/2013	96,3530	07/08/2013	96,6570	07/09/2013	96,0610	07/10/2013	97,5710	07/11/2013	97,0560	07/12/2013	97,5460
08/07/2013	96,3670	08/08/2013	96,6050	08/09/2013	96,0610	08/10/2013	97,5730	08/11/2013	97,0870	08/12/2013	97,5460
09/07/2013	96,3800	09/08/2013	96,6140	09/09/2013	96,8570	09/10/2013	97,1840	09/11/2013	97,0870	09/12/2013	97,5500
10/07/2013	96,4430	10/08/2013	96,6140	10/09/2013	96,6710	10/10/2013	97,5860	10/11/2013	97,0870	10/12/2013	97,5510
11/07/2013	96,4420	11/08/2013	96,6140	11/09/2013	96,9900	11/10/2013	97,0230	11/11/2013	97,0870	11/12/2013	97,3080
12/07/2013	96,4700	12/08/2013	96,4470	12/09/2013	96,6650	12/10/2013	97,0230	12/11/2013	97,5440	12/12/2013	97,5510
13/07/2013	96,4700	13/08/2013	96,3370	13/09/2013	96,9150	13/10/2013	97,0230	13/11/2013	97,4760	13/12/2013	97,5510
14/07/2013	96,4700	14/08/2013	96,3740	14/09/2013	96,9150	14/10/2013	97,5290	14/11/2013	97,5460	14/12/2013	97,5510
15/07/2013	96,4470	15/08/2013	96,4120	15/09/2013	96,9150	15/10/2013	97,5280	15/11/2013	97,4600	15/12/2013	97,5510
16/07/2013	96,4540	16/08/2013	96,4090	16/09/2013	96,7480	16/10/2013	97,5270	16/11/2013	97,4600	16/12/2013	97,5520
17/07/2013	96,4240	17/08/2013	96,4090	17/09/2013	96,7480	17/10/2013	97,5180	17/11/2013	97,4600	17/12/2013	97,5520
18/07/2013	96,4560	18/08/2013	96,4090	18/09/2013	96,6840	18/10/2013	97,7680	18/11/2013	97,5470	18/12/2013	97,7260
19/07/2013	96,2780	19/08/2013	96,4130	19/09/2013	96,9820	19/10/2013	97,7680	19/11/2013	97,5470	19/12/2013	97,6220
20/07/2013	96,2780	20/08/2013	96,1380	20/09/2013	96,7730	20/10/2013	97,7680	20/11/2013	97,3880	20/12/2013	97,5940
21/07/2013	96,2780	21/08/2013	95,7910	21/09/2013	96,7730	21/10/2013	97,5270	21/11/2013	97,5480	21/12/2013	97,5940
22/07/2013	96,2230	22/08/2013	95,6610	22/09/2013	96,7730	22/10/2013	97,5220	22/11/2013	97,6600	22/12/2013	97,5940
23/07/2013	96,2240	23/08/2013	95,8930	23/09/2013	96,8840	23/10/2013	96,8460	23/11/2013	97,6600	23/12/2013	97,5960
24/07/2013	96,1100	24/08/2013	95,8930	24/09/2013	97,3350	24/10/2013	97,5200	24/11/2013	97,6600	24/12/2013	97,5980
25/07/2013	96,1220	25/08/2013	95,8930	25/09/2013	96,9440	25/10/2013	96,7150	25/11/2013	97,5490	25/12/2013	97,5980
26/07/2013	96,0530	26/08/2013	96,3950	26/09/2013	97,5890	26/10/2013	96,7150	26/11/2013	97,5490	26/12/2013	97,6070
27/07/2013	96,0530	27/08/2013	95,9510	27/09/2013	97,6150	27/10/2013	96,7150	27/11/2013	96,8770	27/12/2013	97,6060
28/07/2013	96,0530	28/08/2013	95,9110	28/09/2013	97,6150	28/10/2013	97,5310	28/11/2013	97,5500	28/12/2013	97,6060
29/07/2013	96,0420	29/08/2013	96,2690	29/09/2013	97,6150	29/10/2013	97,5370	29/11/2013	97,3870	29/12/2013	97,6060
30/07/2013	96,0010	30/08/2013	96,0500	30/09/2013	97,3930	30/10/2013	97,3560	30/11/2013	97,3870	30/12/2013	97,6120
31/07/2013	95,9500	31/08/2013	96,0500			31/10/2013	97,0240			31/12/2013	97,6190

Fonte: Elaboração Própria com base na taxa de câmbio média do BNA

Evolução da taxa de câmbio USD/AOA no ano de 2014

Taxa de Cambio USD/KWZ - 2014									
Janeiro		Fevereiro		Março		Abril		Maio	
01/01/2014	97,6190	01/02/2014	97,6150	01/03/2014	97,6030	01/04/2014	97,6130	01/05/2014	97,6350
02/01/2014	97,6190	02/02/2014	97,6150	02/03/2014	97,6030	02/04/2014	97,6140	02/05/2014	97,6370
03/01/2014	97,6220	03/02/2014	97,6140	03/03/2014	97,6020	03/04/2014	97,6150	03/05/2014	97,6370
04/01/2014	97,6220	04/02/2014	97,6140	04/03/2014	97,6020	04/04/2014	97,6150	04/05/2014	97,6370
05/01/2014	97,6220	05/02/2014	97,6130	05/03/2014	97,6010	05/04/2014	97,6150	05/05/2014	97,6380
06/01/2014	97,6220	06/02/2014	97,6120	06/03/2014	97,6000	06/04/2014	97,6150	06/05/2014	97,6390
07/01/2014	97,6230	07/02/2014	97,6110	07/03/2014	97,6000	07/04/2014	97,6150	07/05/2014	97,6400
08/01/2014	97,6240	08/02/2014	97,6110	08/03/2014	97,6000	08/04/2014	97,6170	08/05/2014	97,6410
09/01/2014	97,6230	09/02/2014	97,6110	09/03/2014	97,6000	09/04/2014	97,6170	09/05/2014	97,6420
10/01/2014	97,6210	10/02/2014	97,6100	10/03/2014	97,5990	10/04/2014	97,6180	10/05/2014	97,6420
11/01/2014	97,6210	11/02/2014	97,6100	11/03/2014	97,5990	11/04/2014	97,6190	11/05/2014	97,6420
12/01/2014	97,6210	12/02/2014	97,6080	12/03/2014	97,6000	12/04/2014	97,6190	12/05/2014	97,6440
13/01/2014	97,6220	13/02/2014	97,6080	13/03/2014	97,6000	13/04/2014	97,6190	13/05/2014	97,6460
14/01/2014	97,6230	14/02/2014	97,6080	14/03/2014	97,6010	14/04/2014	97,6200	14/05/2014	97,6470
15/01/2014	97,6250	15/02/2014	97,6080	15/03/2014	97,6010	15/04/2014	97,6210	15/05/2014	97,6490
16/01/2014	97,6240	16/02/2014	97,6080	16/03/2014	97,6010	16/04/2014	97,6210	16/05/2014	97,6500
17/01/2014	97,6250	17/02/2014	97,6070	17/03/2014	97,6020	17/04/2014	97,6220	17/05/2014	97,6500
18/01/2014	97,6250	18/02/2014	97,6060	18/03/2014	97,6030	18/04/2014	97,6220	18/05/2014	97,6500
19/01/2014	97,6250	19/02/2014	97,6070	19/03/2014	97,6040	19/04/2014	97,6220	19/05/2014	97,6510
20/01/2014	97,6220	20/02/2014	97,6060	20/03/2014	97,6050	20/04/2014	97,6220	20/05/2014	97,6530
21/01/2014	97,6220	21/02/2014	97,6060	21/03/2014	97,6060	21/04/2014	97,6240	21/05/2014	97,6520
22/01/2014	97,6210	22/02/2014	97,6060	22/03/2014	97,6060	22/04/2014	97,6260	22/05/2014	97,6550
23/01/2014	97,6200	23/02/2014	97,6060	23/03/2014	97,6060	23/04/2014	97,6310	23/05/2014	97,6540
24/01/2014	97,6190	24/02/2014	97,6050	24/03/2014	97,6070	24/04/2014	97,6320	24/05/2014	97,6540
25/01/2014	97,6190	25/02/2014	97,6050	25/03/2014	97,6080	25/04/2014	97,6330	25/05/2014	97,6540
26/01/2014	97,6190	26/02/2014	97,6050	26/03/2014	97,6090	26/04/2014	97,6330	26/05/2014	97,6550
27/01/2014	97,6180	27/02/2014	97,6040	27/03/2014	97,6100	27/04/2014	97,6330	27/05/2014	97,6580
28/01/2014	97,6170	28/02/2014	97,6030	28/03/2014	97,6110	28/04/2014	97,6340	28/05/2014	97,6560
29/01/2014	97,6160			29/03/2014	97,6110	29/04/2014	97,6350	29/05/2014	97,6590
30/01/2014	97,6160			30/03/2014	97,6110	30/04/2014	97,6350	30/05/2014	97,6590
31/01/2014	97,6150			31/03/2014	97,6120			31/05/2014	97,6590

Taxa de Cambio USD/KWZ - 2014									
Julho		Agosto		Setembro		Outubro		Novembro	
01/07/2014	97,5810	01/08/2014	97,9010	01/09/2014	97,6100	01/10/2014	98,3280	01/11/2014	99,5600
02/07/2014	97,5790	02/08/2014	97,9010	02/09/2014	97,6180	02/10/2014	98,3510	02/11/2014	99,5600
03/07/2014	97,5800	03/08/2014	97,9010	03/09/2014	97,6180	03/10/2014	98,3660	03/11/2014	99,5600
04/07/2014	97,5780	04/08/2014	97,9050	04/09/2014	97,6260	04/10/2014	98,3660	04/11/2014	99,6840
05/07/2014	97,5780	05/08/2014	97,9080	05/09/2014	97,6260	05/10/2014	98,3660	05/11/2014	99,7330
06/07/2014	97,5780	06/08/2014	97,9080	06/09/2014	97,6260	06/10/2014	98,3880	06/11/2014	99,8400
07/07/2014	97,4930	07/08/2014	97,9110	07/09/2014	97,6260	07/10/2014	98,3980	07/11/2014	99,8500
08/07/2014	97,4940	08/08/2014	97,9040	08/09/2014	97,6330	08/10/2014	98,4200	08/11/2014	99,8500
09/07/2014	97,4170	09/08/2014	97,9040	09/09/2014	97,6400	09/10/2014	98,5190	09/11/2014	99,8500
10/07/2014	97,4190	10/08/2014	97,9040	10/09/2014	97,8160	10/10/2014	98,5450	10/11/2014	99,8560
11/07/2014	97,4200	11/08/2014	97,9070	11/09/2014	97,8250	11/10/2014	98,5450	11/11/2014	99,8560
12/07/2014	97,4200	12/08/2014	97,9070	12/09/2014	97,8250	12/10/2014	98,5450	12/11/2014	99,8700
13/07/2014	97,4200	13/08/2014	97,9110	13/09/2014	97,8250	13/10/2014	98,6430	13/11/2014	100,8260
14/07/2014	97,0780	14/08/2014	97,9150	14/09/2014	97,8250	14/10/2014	98,6670	14/11/2014	100,8510
15/07/2014	97,0800	15/08/2014	97,7180	15/09/2014	97,8590	15/10/2014	98,7660	15/11/2014	100,8510
16/07/2014	96,8330	16/08/2014	97,7180	16/09/2014	97,8700	16/10/2014	98,7880	16/11/2014	100,8510
17/07/2014	96,9550	17/08/2014	97,7180	17/09/2014	97,8940	17/10/2014	98,7880	17/11/2014	100,9000
18/07/2014	96,9550	18/08/2014	97,7210	18/09/2014	97,8940	18/10/2014	98,7880	18/11/2014	100,9000
19/07/2014	96,9550	19/08/2014	97,7250	19/09/2014	98,1220	19/10/2014	98,7880	19/11/2014	100,9120
20/07/2014	96,9550	20/08/2014	97,7180	20/09/2014	98,1220	20/10/2014	98,8190	20/11/2014	100,8980
21/07/2014	96,9560	21/08/2014	97,7240	21/09/2014	98,1220	21/10/2014	98,8500	21/11/2014	100,8980
22/07/2014	96,9570	22/08/2014	97,5880	22/09/2014	98,1440	22/10/2014	98,8450	22/11/2014	100,8980
23/07/2014	96,9560	23/08/2014	97,5880	23/09/2014	98,1660	23/10/2014	98,8750	23/11/2014	100,8980
24/07/2014	96,9570	24/08/2014	97,5880	24/09/2014	98,1660	24/10/2014	98,9750	24/11/2014	100,8990
25/07/2014	96,9560	25/08/2014	97,5950	25/09/2014	98,1880	25/10/2014	98,9750	25/11/2014	100,9710
26/07/2014	96,9560	26/08/2014	97,6030	26/09/2014	98,2750	26/10/2014	98,9750	26/11/2014	100,9770
27/07/2014	96,9560	27/08/2014	97,6000	27/09/2014	98,2750	27/10/2014	99,0100	27/11/2014	100,9770
28/07/2014	96,9570	28/08/2014	97,6000	28/09/2014	98,2750	28/10/2014	99,1080	28/11/2014	100,9820
29/07/2014	96,9590	29/08/2014	97,6100	29/09/2014	98,2970	29/10/2014	99,1680	29/11/2014	100,9820
30/07/2014	97,0810	30/08/2014	97,6100	30/09/2014	98,3190	30/10/2014	99,4160	30/11/2014	100,9820
31/07/2014	97,0830	31/08/2014	97,6100			31/10/2014	99,5600		
								31/12/2014	102,8630

Fonte: Elaboração Própria com base na taxa de câmbio média do BNA

Evolução da taxa de câmbio USD/AOA no período de 01/01/2015 a 31/08/2015

Taxa de Cambio USD/KWZ - 2015											
Janeiro		Fevereiro		Março		Abril		Maio		Junho	
01/01/2015	103,0690	01/02/2015	104,1710	01/03/2015	106,2750	01/04/2015	108,2550	01/05/2015	109,2930	01/06/2015	110,3190
02/01/2015	103,0690	02/02/2015	104,1710	02/03/2015	106,3290	02/04/2015	108,2550	02/05/2015	109,2930	02/06/2015	110,4300
03/01/2015	103,0690	03/02/2015	104,4680	03/03/2015	106,3560	03/04/2015	108,2550	03/05/2015	109,2930	03/06/2015	110,4620
04/01/2015	103,0690	04/02/2015	104,4680	04/03/2015	106,3560	04/04/2015	108,2550	04/05/2015	109,3080	04/06/2015	110,5180
05/01/2015	103,0690	05/02/2015	104,4680	05/03/2015	106,6230	05/04/2015	108,2550	05/05/2015	109,3630	05/06/2015	116,8750
06/01/2015	103,2240	06/02/2015	104,4730	06/03/2015	106,6230	06/04/2015	108,5190	06/05/2015	109,3780	06/06/2015	116,8750
07/01/2015	103,3900	07/02/2015	104,4730	07/03/2015	106,6230	07/04/2015	108,5240	07/05/2015	109,4330	07/06/2015	116,8750
08/01/2015	103,4430	08/02/2015	104,4730	08/03/2015	106,6230	08/04/2015	108,7880	08/05/2015	109,4470	08/06/2015	116,8920
09/01/2015	103,4430	09/02/2015	104,4830	09/03/2015	106,6230	09/04/2015	108,7940	09/05/2015	109,4470	09/06/2015	116,9030
10/01/2015	103,4430	10/02/2015	104,4940	10/03/2015	106,8860	10/04/2015	109,0480	10/05/2015	109,4470	10/06/2015	117,6150
11/01/2015	103,4430	11/02/2015	104,5050	11/03/2015	106,8860	11/04/2015	109,0480	11/05/2015	109,5020	11/06/2015	117,6150
12/01/2015	103,3410	12/02/2015	104,5880	12/03/2015	106,8910	12/04/2015	109,0480	12/05/2015	109,5300	12/06/2015	118,3320
13/01/2015	103,5230	13/02/2015	104,8500	13/03/2015	106,8970	13/04/2015	109,0650	13/05/2015	109,5450	13/06/2015	118,3320
14/01/2015	103,3680	14/02/2015	104,8500	14/03/2015	106,8970	14/04/2015	109,0700	14/05/2015	109,5730	14/06/2015	118,3320
15/01/2015	103,3770	15/02/2015	104,8500	15/03/2015	106,8970	15/04/2015	109,1160	15/05/2015	109,5940	15/06/2015	118,3320
16/01/2015	103,3770	16/02/2015	105,0070	16/03/2015	106,9020	16/04/2015	109,1330	16/05/2015	109,5940	16/06/2015	118,3320
17/01/2015	103,3770	17/02/2015	105,0070	17/03/2015	106,9020	17/04/2015	109,1600	17/05/2015	109,5940	17/06/2015	119,0780
18/01/2015	103,3770	18/02/2015	105,2910	18/03/2015	107,1650	18/04/2015	109,1600	18/05/2015	109,6210	18/06/2015	119,0780
19/01/2015	103,4800	19/02/2015	105,6070	19/03/2015	107,1670	19/04/2015	109,1600	19/05/2015	109,7300	19/06/2015	119,8340
20/01/2015	103,5840	20/02/2015	105,9300	20/03/2015	107,1670	20/04/2015	109,1650	20/05/2015	109,7580	20/06/2015	119,8340
21/01/2015	103,6870	21/02/2015	105,9300	21/03/2015	107,1670	21/04/2015	109,1710	21/05/2015	109,8950	21/06/2015	119,8340
22/01/2015	103,9120	22/02/2015	105,9300	22/03/2015	107,1670	22/04/2015	109,1880	22/05/2015	109,9240	22/06/2015	119,8340
23/01/2015	103,9130	23/02/2015	105,9400	23/03/2015	107,4300	23/04/2015	109,1930	23/05/2015	109,9240	23/06/2015	119,8340
24/01/2015	103,9130	24/02/2015	105,9450	24/03/2015	107,4360	24/04/2015	109,2080	24/05/2015	109,9240	24/06/2015	120,5880
25/01/2015	103,9130	25/02/2015	106,2320	25/03/2015	107,7000	25/04/2015	109,2080	25/05/2015	110,0340	25/06/2015	120,5880
26/01/2015	104,1270	26/02/2015	106,2480	26/03/2015	107,7110	26/04/2015	109,2080	26/05/2015	110,1440	26/06/2015	121,3610
27/01/2015	104,1280	27/02/2015	106,2750	27/03/2015	107,9750	27/04/2015	109,2350	27/05/2015	110,1740	27/06/2015	121,3610
28/01/2015	104,1290	28/02/2015	106,2750	28/03/2015	107,9750	28/04/2015	109,2510	28/05/2015	110,2560	28/06/2015	121,3610
29/01/2015	104,1690			29/03/2015	107,9750	29/04/2015	109,2650	29/05/2015	110,2870	29/06/2015	121,3610
30/01/2015	104,1710			30/03/2015	107,9760	30/04/2015	109,2930	30/05/2015	110,2870	30/06/2015	121,3610
31/01/2015	104,1710			31/03/2015	107,9920			31/05/2015	110,2870		

Taxa de Cambio USD/KWZ - 2015		
Julho		Agosto
01/07/2015	122,1580	01/08/2015 125,7760
02/07/2015	122,1580	02/08/2015 125,7760
03/07/2015	122,9620	03/08/2015 125,7760
04/07/2015	122,9620	04/08/2015 125,7760
05/07/2015	122,9620	05/08/2015 125,7770
06/07/2015	122,9620	06/08/2015 125,7770
07/07/2015	122,9620	07/08/2015 125,7780
08/07/2015	123,7590	08/08/2015 125,7780
09/07/2015	123,7590	09/08/2015 125,7780
10/07/2015	124,5300	10/08/2015 125,7780
11/07/2015	124,5300	11/08/2015 125,7780
12/07/2015	124,5300	12/08/2015 125,7790
13/07/2015	124,5300	13/08/2015 125,7790
14/07/2015	124,5300	14/08/2015 125,7800
15/07/2015	125,4860	15/08/2015 125,7800
16/07/2015	125,4860	16/08/2015 125,7800
17/07/2015	125,6250	17/08/2015 125,7800
18/07/2015	125,6250	18/08/2015 125,7800
19/07/2015	125,6250	19/08/2015 125,7810
20/07/2015	125,6250	20/08/2015 125,7810
21/07/2015	125,6250	21/08/2015 125,7810
22/07/2015	125,7250	22/08/2015 125,7810
23/07/2015	125,7250	23/08/2015 125,7810
24/07/2015	125,7650	24/08/2015 125,7810
25/07/2015	125,7650	25/08/2015 125,7810
26/07/2015	125,7650	26/08/2015 125,7820
27/07/2015	125,7650	27/08/2015 125,7820
28/07/2015	125,7650	28/08/2015 125,7830
29/07/2015	125,7750	29/08/2015 125,7830
30/07/2015	125,7750	30/08/2015 125,7830
31/07/2015	125,7760	31/08/2015 125,7830

Fonte: Elaboração Própria com base na taxa de câmbio média do BNA

Anexo D – Evolução diária das Taxas de Câmbio EUR/AOA

Evolução da taxa de câmbio EUR/AOA no ano de 2013

Taxa de Câmbio EUR/KWZ - 2013											
Janeiro		Fevereiro		Março		Abril		Maio		Junho	
01/01/2013	126,3750	01/02/2013	130,0410	01/03/2013	125,8350	01/04/2013	122,9210	01/05/2013	125,7230	01/06/2013	124,7400
02/01/2013	126,3130	02/02/2013	130,0410	02/03/2013	125,8350	02/04/2013	123,0440	02/05/2013	125,5260	02/06/2013	124,7400
03/01/2013	126,9420	03/02/2013	130,0410	03/03/2013	125,8350	03/04/2013	123,1390	03/05/2013	125,5590	03/06/2013	124,9660
04/01/2013	125,4710	04/02/2013	130,0410	04/03/2013	124,7380	04/04/2013	123,1390	04/05/2013	125,5590	04/06/2013	124,9850
05/01/2013	125,4710	05/02/2013	131,0900	05/03/2013	124,8080	05/04/2013	123,0660	05/05/2013	125,5590	05/06/2013	125,7540
06/01/2013	125,4710	06/02/2013	129,6360	06/03/2013	125,1540	06/04/2013	123,0660	06/05/2013	126,0040	06/06/2013	125,7400
07/01/2013	124,6400	07/02/2013	129,8500	07/03/2013	125,0310	07/04/2013	123,0660	07/05/2013	125,9640	07/06/2013	126,1730
08/01/2013	124,9590	08/02/2013	129,6060	08/03/2013	125,0310	08/04/2013	124,9710	08/05/2013	126,0220	08/06/2013	126,1730
09/01/2013	125,7260	09/02/2013	129,6060	09/03/2013	125,0310	09/04/2013	124,9850	09/05/2013	126,1900	09/06/2013	126,1730
10/01/2013	125,1900	10/02/2013	129,6060	10/03/2013	125,0310	10/04/2013	125,1390	10/05/2013	126,1900	10/06/2013	127,3860
11/01/2013	125,5680	11/02/2013	128,4380	11/03/2013	125,0510	11/04/2013	125,7490	11/05/2013	126,1900	11/06/2013	126,9060
12/01/2013	125,5680	12/02/2013	128,4380	12/03/2013	124,6690	12/04/2013	126,0370	12/05/2013	126,1900	12/06/2013	127,6380
13/01/2013	125,5680	13/02/2013	128,4210	13/03/2013	124,8230	13/04/2013	126,0370	13/05/2013	124,6480	13/06/2013	127,7500
14/01/2013	127,1470	14/02/2013	129,3690	14/03/2013	124,1870	14/04/2013	126,0370	14/05/2013	124,7620	14/06/2013	128,2600
15/01/2013	128,1740	15/02/2013	127,8820	15/03/2013	123,9860	15/04/2013	125,4420	15/05/2013	125,5940	15/06/2013	128,2600
16/01/2013	127,9820	16/02/2013	127,8820	16/03/2013	123,9860	16/04/2013	125,7500	16/05/2013	123,7900	16/06/2013	128,2600
17/01/2013	127,5450	17/02/2013	127,8820	17/03/2013	123,9860	17/04/2013	125,8550	17/05/2013	123,6360	17/06/2013	128,2280
18/01/2013	128,1830	18/02/2013	127,9040	18/03/2013	125,4420	18/04/2013	126,3700	18/05/2013	123,6360	18/06/2013	128,3880
19/01/2013	128,1830	19/02/2013	127,9640	19/03/2013	124,3080	19/04/2013	125,4670	19/05/2013	123,6360	19/06/2013	128,6580
20/01/2013	128,1830	20/02/2013	127,9640	20/03/2013	124,2120	20/04/2013	125,4670	20/05/2013	123,6390	20/06/2013	128,9480
21/01/2013	128,0400	21/02/2013	128,4080	21/03/2013	124,0890	21/04/2013	125,4670	21/05/2013	123,5270	21/06/2013	127,0610
22/01/2013	127,6960	22/02/2013	126,5990	22/03/2013	123,9500	22/04/2013	125,6550	22/05/2013	123,6420	22/06/2013	127,0610
23/01/2013	128,0510	23/02/2013	126,5990	23/03/2013	123,9500	23/04/2013	125,3090	23/05/2013	124,3040	23/06/2013	127,0610
24/01/2013	127,9720	24/02/2013	126,5990	24/03/2013	123,9500	24/04/2013	124,6770	24/05/2013	123,9000	24/06/2013	127,2160
25/01/2013	127,8190	25/02/2013	126,5150	25/03/2013	124,5100	25/04/2013	125,0280	25/05/2013	123,9000	25/06/2013	126,2130
26/01/2013	127,8190	26/02/2013	127,3530	26/03/2013	124,8860	26/04/2013	125,1720	26/05/2013	123,9000	26/06/2013	126,3960
27/01/2013	127,8190	27/02/2013	125,6590	27/03/2013	123,3700	27/04/2013	125,1720	27/05/2013	124,6100	27/06/2013	124,6100
28/01/2013	128,8620	28/02/2013	125,6090	28/03/2013	122,5660	28/04/2013	125,1720	28/05/2013	124,4900	28/06/2013	124,4900
29/01/2013	129,0690			29/03/2013	122,5660	29/04/2013	124,9110	29/05/2013	124,3260	29/06/2013	124,4900
30/01/2013	128,9630			30/03/2013	122,5660	30/04/2013	125,7230	30/05/2013	124,5140	30/06/2013	124,4900
31/01/2013	130,0460			31/03/2013	122,5660			31/05/2013	124,7400		

Taxa de Câmbio EUR/KWZ - 2013											
Julho		Agosto		Setembro		Outubro		Novembro		Dezembro	
01/07/2013	125,9410	01/08/2013	127,2560	01/09/2013	127,3290	01/10/2013	132,1060	01/11/2013	132,6740	01/12/2013	132,4650
02/07/2013	125,6660	02/08/2013	127,7320	02/09/2013	126,9170	02/10/2013	132,5030	02/11/2013	132,6740	02/12/2013	132,5830
03/07/2013	125,5360	03/08/2013	127,7320	03/09/2013	126,7020	03/10/2013	132,1240	03/11/2013	132,6740	03/12/2013	132,1570
04/07/2013	124,9080	04/08/2013	127,7320	04/09/2013	126,7040	04/10/2013	132,6930	04/11/2013	131,6140	04/12/2013	132,4750
05/07/2013	125,3120	05/08/2013	128,1800	05/09/2013	126,7040	05/10/2013	132,6930	05/11/2013	131,7830	05/12/2013	132,0090
06/07/2013	125,3120	06/08/2013	128,1150	06/09/2013	126,9020	06/10/2013	132,6930	06/11/2013	131,1730	06/12/2013	132,9060
07/07/2013	125,3120	07/08/2013	128,6360	07/09/2013	126,9020	07/10/2013	132,6340	07/11/2013	131,0890	07/12/2013	132,9060
08/07/2013	124,1300	08/08/2013	128,5280	08/09/2013	126,9020	08/10/2013	132,4060	08/11/2013	131,2270	08/12/2013	132,9060
09/07/2013	123,8730	09/08/2013	129,0620	09/09/2013	127,4640	09/10/2013	132,0290	09/11/2013	131,2270	09/12/2013	133,2380
10/07/2013	124,1080	10/08/2013	129,0620	10/09/2013	127,5390	10/10/2013	131,8970	10/11/2013	131,2270	10/12/2013	133,8640
11/07/2013	123,6920	11/08/2013	129,0620	11/09/2013	128,5070	11/10/2013	131,1120	11/11/2013	131,2270	11/12/2013	133,7210
12/07/2013	125,9850	12/08/2013	128,9930	12/09/2013	128,1820	12/10/2013	131,1120	12/11/2013	130,9240	12/12/2013	134,5460
13/07/2013	125,9850	13/08/2013	128,0750	13/09/2013	128,8540	13/10/2013	131,1120	13/11/2013	130,5550	13/12/2013	134,5460
14/07/2013	125,9850	14/08/2013	127,6620	14/09/2013	128,8540	14/10/2013	132,3230	14/11/2013	131,1260	14/12/2013	134,5460
15/07/2013	125,7430	15/08/2013	127,8230	15/09/2013	128,8540	15/10/2013	132,2920	15/11/2013	130,8750	15/12/2013	134,5460
16/07/2013	125,6930	16/08/2013	127,3710	16/09/2013	128,6310	16/10/2013	131,6220	16/11/2013	130,8750	16/12/2013	133,8800
17/07/2013	126,5560	17/08/2013	127,3710	17/09/2013	128,6310	17/10/2013	132,1320	17/11/2013	130,8750	17/12/2013	134,5230
18/07/2013	126,7570	18/08/2013	127,3710	18/09/2013	129,1700	18/10/2013	133,4480	18/11/2013	131,6340	18/12/2013	134,4670
19/07/2013	125,9550	19/08/2013	128,6060	19/09/2013	129,5050	19/10/2013	133,4480	19/11/2013	131,8490	19/12/2013	134,2300
20/07/2013	125,9550	20/08/2013	128,3400	20/09/2013	131,0750	20/10/2013	133,4480	20/11/2013	131,4630	20/12/2013	133,5860
21/07/2013	125,9550	21/08/2013	128,6240	21/09/2013	131,0750	21/10/2013	133,5190	21/11/2013	131,9970	21/12/2013	133,5860
22/07/2013	126,2580	22/08/2013	128,0520	22/09/2013	131,0750	22/10/2013	133,2780	22/11/2013	131,4700	22/12/2013	133,5860
23/07/2013	126,8180	23/08/2013	127,9460	23/09/2013	131,0550	23/10/2013	133,0810	23/11/2013	131,4700	23/12/2013	133,2230
24/07/2013	126,7160	24/08/2013	127,9460	24/09/2013	131,4950	24/10/2013	134,4660	24/11/2013	131,4700	24/12/2013	133,5720
25/07/2013	127,0490	25/08/2013	127,9460	25/09/2013	130,7040	25/10/2013	133,5490	25/11/2013	131,8420	25/12/2013	133,5720
26/07/2013	127,0350	26/08/2013	128,8750	26/09/2013	131,7790	26/10/2013	133,5490	26/11/2013	131,9340	26/12/2013	133,4830
27/07/2013	127,0350	27/08/2013	128,4070	27/09/2013	131,8000	27/10/2013	133,5490	27/11/2013	131,1370	27/12/2013	133,6610
28/07/2013	127,0350	28/08/2013	128,2670	28/09/2013	131,8000	28/10/2013	134,6070	28/11/2013	132,6330	28/12/2013	133,6610
29/07/2013	127,4140	29/08/2013	128,4370	29/09/2013	131,8000	29/10/2013	134,4650	29/11/2013	132,4650	29/12/2013	133,6610
30/07/2013	127,4850	30/08/2013	127,3290	30/09/2013	131,6520	30/10/2013	134,0110	30/11/2013	132,4650	30/12/2013	134,9230
31/07/2013	127,5310	31/08/2013	127,3290			31/10/2013	133,6020			31/12/2013	134,3860

Fonte: Elaboração Própria com base na taxa de câmbio média do BNA

Evolução da taxa de câmbio EUR/AOA no ano de 2014

Taxa de Cambio EUR/KWZ - 2014											
Janeiro		Fevereiro		Março		Abril		Maio		Junho	
01/01/2014	134,3860	01/02/2014	132,5560	01/03/2014	133,2810	01/04/2014	134,5880	01/05/2014	134,9470	01/06/2014	133,0220
02/01/2014	134,3570	02/02/2014	132,5560	02/03/2014	133,2810	02/04/2014	134,7510	02/05/2014	135,1970	02/06/2014	132,9730
03/01/2014	133,2440	03/02/2014	132,3300	03/03/2014	134,6900	03/04/2014	134,4250	03/05/2014	135,1970	03/06/2014	132,9400
04/01/2014	133,2440	04/02/2014	132,3300	04/03/2014	134,6900	04/04/2014	134,4250	04/05/2014	135,1970	04/06/2014	133,1140
05/01/2014	133,2440	05/02/2014	131,7820	05/03/2014	134,3180	05/04/2014	134,4250	05/05/2014	135,3790	05/06/2014	132,9540
06/01/2014	133,0970	06/02/2014	131,9660	06/03/2014	134,0190	06/04/2014	134,4250	06/05/2014	135,4880	06/06/2014	132,2590
07/01/2014	132,8010	07/02/2014	132,5060	07/03/2014	134,2140	07/04/2014	134,2830	07/05/2014	136,0370	07/06/2014	132,2590
08/01/2014	133,0910	08/02/2014	132,5060	08/03/2014	134,2140	08/04/2014	134,0230	08/05/2014	135,9500	08/06/2014	132,2590
09/01/2014	132,7230	09/02/2014	132,5060	09/03/2014	134,2140	09/04/2014	134,7740	09/05/2014	135,3810	09/06/2014	133,3850
10/01/2014	133,0040	10/02/2014	132,8070	10/03/2014	135,7060	10/04/2014	134,7020	10/05/2014	135,3810	10/06/2014	132,8740
11/01/2014	133,0040	11/02/2014	133,0860	11/03/2014	135,4030	11/04/2014	135,3580	11/05/2014	135,3810	11/06/2014	132,3080
12/01/2014	133,0040	12/02/2014	133,3870	12/03/2014	135,0630	12/04/2014	135,3580	12/05/2014	134,6650	12/06/2014	132,2550
13/01/2014	133,1410	13/02/2014	132,6050	13/03/2014	135,3900	13/04/2014	135,3580	13/05/2014	134,4040	13/06/2014	132,0920
14/01/2014	133,1620	14/02/2014	133,3950	14/03/2014	136,1190	14/04/2014	135,6330	14/05/2014	133,9040	14/06/2014	132,0920
15/01/2014	133,4580	15/02/2014	133,3950	15/03/2014	136,1190	15/04/2014	135,0140	15/05/2014	133,9440	15/06/2014	132,0920
16/01/2014	132,7140	16/02/2014	133,3950	16/03/2014	136,1190	16/04/2014	134,9940	16/05/2014	133,9210	16/06/2014	132,2360
17/01/2014	133,0040	17/02/2014	133,6960	17/03/2014	135,5930	17/04/2014	134,9180	17/05/2014	133,9210	17/06/2014	132,5260
18/01/2014	133,0040	18/02/2014	133,7240	18/03/2014	135,7310	18/04/2014	134,9180	18/05/2014	133,9210	18/06/2014	132,2440
19/01/2014	133,0040	19/02/2014	133,9890	19/03/2014	135,6980	19/04/2014	134,9180	19/05/2014	133,9520	19/06/2014	132,5860
20/01/2014	132,5020	20/02/2014	134,2270	20/03/2014	135,8560	20/04/2014	134,9180	20/05/2014	133,9740	20/06/2014	133,0070
21/01/2014	132,4190	21/02/2014	133,7730	21/03/2014	133,3880	21/04/2014	135,0570	21/05/2014	133,7240	21/06/2014	133,0070
22/01/2014	132,1780	22/02/2014	133,7730	22/03/2014	133,3880	22/04/2014	134,8450	22/05/2014	133,4500	22/06/2014	133,0070
23/01/2014	132,4350	23/02/2014	133,7730	23/03/2014	133,3880	23/04/2014	134,6860	23/05/2014	133,3800	23/06/2014	132,5130
24/01/2014	133,3810	24/02/2014	133,7720	24/03/2014	134,7700	24/04/2014	134,9510	24/05/2014	133,3800	24/06/2014	132,6870
25/01/2014	133,3810	25/02/2014	134,1180	25/03/2014	134,4300	25/04/2014	134,8060	25/05/2014	133,3800	25/06/2014	132,9770
26/01/2014	133,3810	26/02/2014	134,1620	26/03/2014	134,6900	26/04/2014	134,8060	26/05/2014	133,1370	26/06/2014	132,9000
27/01/2014	133,5160	27/02/2014	134,1070	27/03/2014	134,5300	27/04/2014	134,8060	27/05/2014	133,2100	27/06/2014	132,7280
28/01/2014	133,1190	28/02/2014	133,2810	28/03/2014	134,3950	28/04/2014	135,0520	28/05/2014	133,1990	28/06/2014	132,7280
29/01/2014	132,8400			29/03/2014	134,3950	29/04/2014	135,2580	29/05/2014	133,0220	29/06/2014	132,7280
30/01/2014	132,3620			30/03/2014	134,3950	30/04/2014	134,9470	30/05/2014	133,0220	30/06/2014	132,9860
31/01/2014	132,5560			31/03/2014	134,3280			31/05/2014	133,0220		

Julho		Agosto		Setembro		Outubro		Novembro		Dezembro	
01/07/2014	133,3100	01/08/2014	131,1630	01/09/2014	128,7040	01/10/2014	123,8200	01/11/2014	125,3910	01/12/2014	126,6550
02/07/2014	133,5610	02/08/2014	131,1630	02/09/2014	128,2160	02/10/2014	123,9860	02/11/2014	125,3910	02/12/2014	126,7090
03/07/2014	133,2110	03/08/2014	131,1630	03/09/2014	128,2160	03/10/2014	124,5710	03/11/2014	124,6140	03/12/2014	125,8720
04/07/2014	132,8030	04/08/2014	131,4130	04/09/2014	128,3140	04/10/2014	124,5710	04/11/2014	124,4450	04/12/2014	125,5150
05/07/2014	132,8030	05/08/2014	131,4020	05/09/2014	126,9870	05/10/2014	124,5710	05/11/2014	124,8460	05/12/2014	125,4100
06/07/2014	132,8030	06/08/2014	131,4020	06/09/2014	126,9870	06/10/2014	123,0980	06/11/2014	124,6300	06/12/2014	125,4100
07/07/2014	132,4870	07/08/2014	130,6370	07/09/2014	126,9870	07/10/2014	123,4650	07/11/2014	124,0230	07/12/2014	125,4100
08/07/2014	132,5760	08/08/2014	130,6920	08/09/2014	126,7120	08/10/2014	124,1620	08/11/2014	124,0230	08/12/2014	125,1660
09/07/2014	132,6040	09/08/2014	130,6920	09/09/2014	126,3800	09/10/2014	124,6860	09/11/2014	124,0230	09/12/2014	124,9390
10/07/2014	132,6160	10/08/2014	130,6920	10/09/2014	126,0600	10/10/2014	125,1180	10/11/2014	123,9360	10/12/2014	126,1160
11/07/2014	132,4570	11/08/2014	131,1020	11/09/2014	126,5120	11/10/2014	125,1180	11/11/2014	123,9360	11/12/2014	126,3530
12/07/2014	132,4570	12/08/2014	131,1020	12/09/2014	126,5120	12/10/2014	125,1180	12/11/2014	124,5520	12/12/2014	126,5000
13/07/2014	132,4570	13/08/2014	130,7360	13/09/2014	126,5120	13/10/2014	124,6500	13/11/2014	125,8050	13/12/2014	126,5000
14/07/2014	132,0600	14/08/2014	131,1610	14/09/2014	126,5120	14/10/2014	125,2480	14/11/2014	125,7710	14/12/2014	126,5000
15/07/2014	132,2180	15/08/2014	130,9270	15/09/2014	126,6050	15/10/2014	125,0230	15/11/2014	125,7710	15/12/2014	127,2550
16/07/2014	131,6340	16/08/2014	130,9270	16/09/2014	126,6190	16/10/2014	126,3600	16/11/2014	125,7710	16/12/2014	126,8670
17/07/2014	131,1950	17/08/2014	130,9270	17/09/2014	126,7390	17/10/2014	125,9500	17/11/2014	125,7620	17/12/2014	127,6740
18/07/2014	131,1560	18/08/2014	130,9160	18/09/2014	126,7390	18/10/2014	125,9500	18/11/2014	126,1210	18/12/2014	127,4470
19/07/2014	131,1560	19/08/2014	130,8630	19/09/2014	126,7200	19/10/2014	125,9500	19/11/2014	126,3270	19/12/2014	125,4590
20/07/2014	131,1560	20/08/2014	130,1500	20/09/2014	126,7200	20/10/2014	126,7050	20/11/2014	126,5000	20/12/2014	125,4590
21/07/2014	130,9540	21/08/2014	129,8610	21/09/2014	126,7200	21/10/2014	126,1470	21/11/2014	126,5560	21/12/2014	125,4590
22/07/2014	131,1290	22/08/2014	129,4900	22/09/2014	126,1690	22/10/2014	126,2010	22/11/2014	126,5560	22/12/2014	125,3260
23/07/2014	130,5850	23/08/2014	129,4900	23/09/2014	125,9660	23/10/2014	125,2510	23/11/2014	126,5560	23/12/2014	125,4000
24/07/2014	130,6060	24/08/2014	129,4900	24/09/2014	125,9660	24/10/2014	125,0300	24/11/2014	125,4030	24/12/2014	124,8810
25/07/2014	130,5270	25/08/2014	129,3420	25/09/2014	125,6060	25/10/2014	125,0300	25/11/2014	125,4910	25/12/2014	125,1520
26/07/2014	130,5270	26/08/2014	128,8220	26/09/2014	125,4130	26/10/2014	125,0300	26/11/2014	125,3690	26/12/2014	125,1520
27/07/2014	130,5270	27/08/2014	128,5440	27/09/2014	125,4130	27/10/2014	125,5890	27/11/2014	126,2520	27/12/2014	125,1520
28/07/2014	130,2760	28/08/2014	128,5440	28/09/2014	125,4130	28/10/2014	125,7140	28/11/2014	126,0960	28/12/2014	125,1520
29/07/2014	130,2790	29/08/2014	128,5370	29/09/2014	124,8760	29/10/2014	126,4040	29/11/2014	126,0960	29/12/2014	125,1520
30/07/2014	130,2680	30/08/2014	128,5370	30/09/2014	124,7510	30/10/2014	126,6710	30/11/2014	126,0960	30/12/2014	125,1240
31/07/2014	130,1060	31/08/2014	128,5370			31/10/2014	125,3910			31/12/2014	125,1950

Fonte: Elaboração Própria com base na taxa de câmbio média do BNA

Evolução da taxa de câmbio EUR/AOA no período de 01/01/2015 a 31/08/2015

Taxa de Cambio EUR/KWZ - 2015									
Janeiro		Fevereiro		Março		Abril		Maio	
01/01/2015	125,2690	01/02/2015	117,8530	01/03/2015	119,5120	01/04/2015	116,3100	01/05/2015	121,2930
02/01/2015	125,2690	02/02/2015	117,8530	02/03/2015	119,3700	02/04/2015	116,4670	02/05/2015	121,2930
03/01/2015	125,2690	03/02/2015	118,1790	03/03/2015	119,1610	03/04/2015	116,4670	03/05/2015	121,2930
04/01/2015	125,2690	04/02/2015	118,1790	04/03/2015	118,7940	04/04/2015	116,4670	04/05/2015	122,0590
05/01/2015	125,2690	05/02/2015	118,5760	05/03/2015	118,0790	05/04/2015	116,4670	05/05/2015	122,0760
06/01/2015	125,4580	06/02/2015	119,2090	06/03/2015	117,6210	06/04/2015	118,0850	06/05/2015	121,6010
07/01/2015	125,6600	07/02/2015	119,2090	07/03/2015	117,6210	07/04/2015	119,6310	07/05/2015	123,4450
08/01/2015	125,7250	08/02/2015	119,2090	08/03/2015	117,6210	08/04/2015	118,1760	08/05/2015	123,5940
09/01/2015	125,7250	09/02/2015	119,7850	09/03/2015	117,6210	09/04/2015	118,0740	09/05/2015	123,5940
10/01/2015	125,7250	10/02/2015	117,8590	10/03/2015	117,2590	10/04/2015	117,3580	10/05/2015	123,5940
11/01/2015	125,7250	11/02/2015	117,9020	11/03/2015	114,9230	11/04/2015	117,3580	11/05/2015	122,8390
12/01/2015	125,6000	12/02/2015	118,2110	12/03/2015	113,0320	12/04/2015	117,3580	12/05/2015	122,1420
13/01/2015	125,8220	13/02/2015	118,8430	13/03/2015	113,1980	13/04/2015	115,4670	13/05/2015	123,1500
14/01/2015	125,6330	14/02/2015	118,8430	14/03/2015	113,1980	14/04/2015	115,4120	14/05/2015	124,2230
15/01/2015	125,6440	15/02/2015	118,8430	15/03/2015	113,1980	15/04/2015	115,3630	15/05/2015	124,9200
16/01/2015	125,6440	16/02/2015	119,7350	16/03/2015	113,2680	16/04/2015	115,6700	16/05/2015	124,9200
17/01/2015	125,6440	17/02/2015	119,7350	17/03/2015	112,9520	17/04/2015	117,1070	17/05/2015	124,9200
18/01/2015	125,6440	18/02/2015	120,1420	18/03/2015	113,7130	18/04/2015	117,1070	18/05/2015	125,2520
19/01/2015	125,7700	19/02/2015	120,1020	19/03/2015	113,6240	19/04/2015	117,1070	19/05/2015	124,5380
20/01/2015	125,8950	20/02/2015	120,7440	20/03/2015	114,1600	20/04/2015	117,6690	20/05/2015	122,4790
21/01/2015	126,0210	21/02/2015	120,7440	21/03/2015	114,1600	21/04/2015	117,4790	21/05/2015	122,0000
22/01/2015	126,2940	22/02/2015	120,7440	22/03/2015	114,1600	22/04/2015	116,7600	22/05/2015	122,1090
23/01/2015	126,2960	23/02/2015	120,0140	23/03/2015	115,7190	23/04/2015	117,4370	23/05/2015	122,1090
24/01/2015	126,2960	24/02/2015	119,9360	24/03/2015	117,0410	24/04/2015	117,6440	24/05/2015	122,1090
25/01/2015	126,2960	25/02/2015	120,3610	25/03/2015	117,3820	25/04/2015	117,6440	25/05/2015	121,4280
26/01/2015	121,1200	26/02/2015	120,5230	26/03/2015	118,2880	26/04/2015	117,6440	26/05/2015	120,9880
27/01/2015	117,2430	27/02/2015	119,5120	27/03/2015	118,5730	27/04/2015	118,6340	27/05/2015	120,0400
28/01/2015	117,6090	28/02/2015	119,5120	28/03/2015	118,5730	28/04/2015	119,2910	28/05/2015	119,5460
29/01/2015	117,7900			29/03/2015	118,5730	29/04/2015	119,4980	29/05/2015	120,3290
30/01/2015	117,8530			30/03/2015	117,0840	30/04/2015	121,2930	30/05/2015	120,3290
31/01/2015	117,8530			31/03/2015	116,8800			31/05/2015	120,3290

Taxa de Cambio EUR/KWZ - 2015			
Julho		Agosto	
01/07/2015	136,8590	01/08/2015	137,8940
02/07/2015	135,2340	02/08/2015	137,8940
03/07/2015	136,3710	03/08/2015	137,8630
04/07/2015	136,3710	04/08/2015	137,7810
05/07/2015	136,3710	05/08/2015	138,0090
06/07/2015	136,4820	06/08/2015	137,1470
07/07/2015	135,6210	07/08/2015	137,2680
08/07/2015	135,2440	08/08/2015	137,2680
09/07/2015	136,5750	09/08/2015	137,2680
10/07/2015	137,1570	10/08/2015	137,2870
11/07/2015	137,1570	11/08/2015	137,2870
12/07/2015	137,1570	12/08/2015	139,1810
13/07/2015	139,0310	13/08/2015	140,5520
14/07/2015	137,2440	14/08/2015	139,8040
15/07/2015	138,3420	15/08/2015	139,8040
16/07/2015	138,1470	16/08/2015	139,8040
17/07/2015	136,6860	17/08/2015	139,5470
18/07/2015	136,6860	18/08/2015	139,6160
19/07/2015	136,6860	19/08/2015	139,5480
20/07/2015	136,6670	20/08/2015	139,5480
21/07/2015	136,3720	21/08/2015	140,4660
22/07/2015	136,5300	22/08/2015	140,4660
23/07/2015	137,1210	23/08/2015	140,4660
24/07/2015	138,2970	24/08/2015	141,9810
25/07/2015	138,2970	25/08/2015	144,6610
26/07/2015	138,2970	26/08/2015	144,3850
27/07/2015	137,8190	27/08/2015	143,5490
28/07/2015	137,8940	28/08/2015	141,4240
29/07/2015	138,6850	29/08/2015	141,4240
30/07/2015	139,0440	30/08/2015	141,4240
31/07/2015	137,8940	31/08/2015	141,6440

Fonte: Elaboração Própria com base na taxa de câmbio média do BNA

Anexo E - Questionário realizados ao diretor da Sociedade *Alfa*.

Tendo em consideração às duas exposições em moeda estrangeira - 747 362 USD e 22 890 647 EUR -, gostaríamos de perguntar se:

1. Possui conhecimento que as duas exposições, em USD e EUR, estão sujeitas ao risco cambial?
2. Possui conhecimento do impacto que um aumento da taxa de câmbio pode causar no aumento da dívida?
3. Qual o(s) tipo(s) de proteção do risco cambial conhece?
4. Considera vantajoso para as empresas usarem medidas de proteção de risco cambial?
5. Após a apresentação das hipóteses ensaiadas nesta dissertação, considera utilizar na sociedade *Alfa* alguma(s) técnica(s) de proteção do risco cambial?
6. Para a realização e manutenção das técnicas de cobertura do risco cambial, esta deve ser realizado por um departamento já existente na empresa ou deverá criar-se um departamento especializado para tratar esta temática?